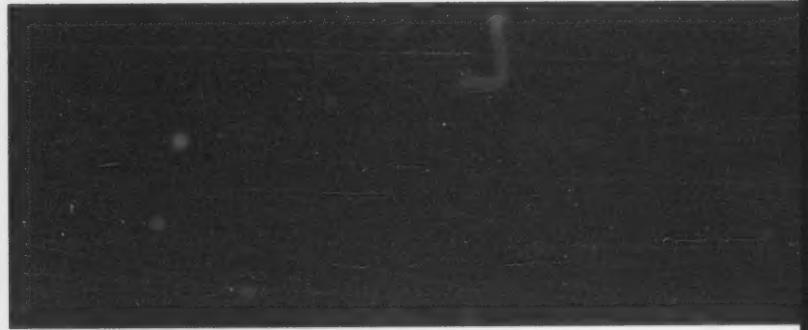




BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

January 2012



Canada's Inflation-Control Strategy¹

Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.² These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their

implications for inflation. The *Monetary Policy Report* (MPR) is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the MPR.

Inflation targeting is symmetric and flexible

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPIX, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

¹ See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

² When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

January 2012

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

This report includes data received up to 13 January 2012.

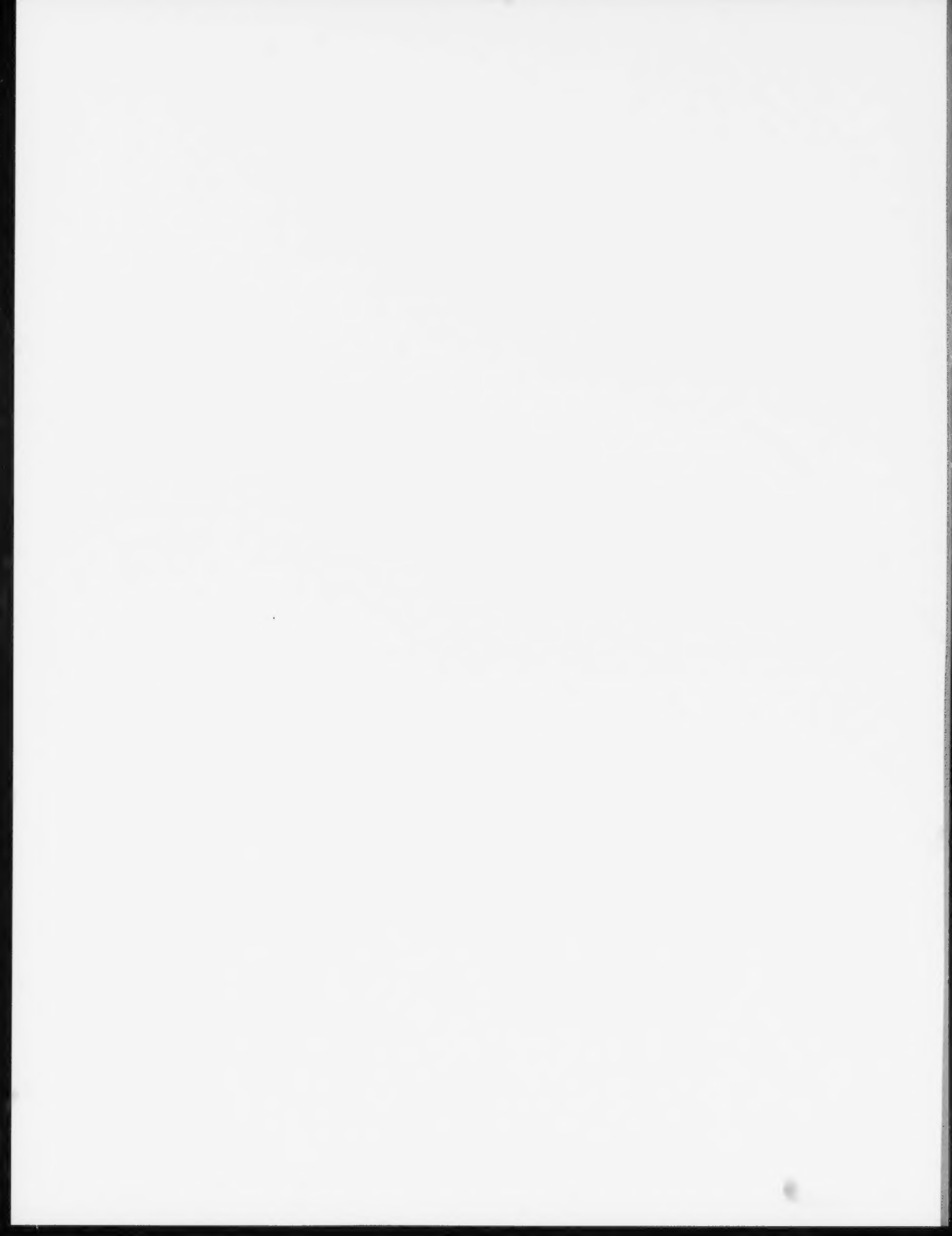
Today, our demographics have turned, our productivity growth has slowed and the world is undergoing a competitive deleveraging. We might appear to prosper for a while by consuming beyond our means. Markets may let us do so for longer than we should. But if we yield to this temptation, eventually we, too, will face painful adjustments. It is better to rebalance now from a position of strength; to build the competitiveness and prosperity worthy of our nation.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
12 December 2011
Toronto, Ontario*

Contents

Overview	1
The Global Economy	3
Global Financial Conditions	5
Euro Area	9
United States	12
Other Advanced Economies	15
Emerging-Market Economies	15
Commodity Prices	15
Implications for the Canadian Economy	17
The Canadian Economy	19
Financial Conditions	19
Estimated Pressures on Capacity	22
Economic Activity	23
Inflation	29
Risks to the Outlook	31
 Technical Boxes	
Technical Box 1: Euro-Area Financial Conditions and Spillover Effects	8
Technical Box 2: Fiscal Austerity in the Euro Area	11



Overview

The outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased since October. The sovereign debt crisis in Europe has intensified, conditions in international financial markets have tightened and risk aversion has risen. The recession in Europe is now expected to be deeper and longer than the Bank had anticipated. The Bank continues to assume that European authorities will implement sufficient measures to contain the crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks. In the United States, while the rebound in real GDP during the second half of 2011 was stronger than anticipated, the Bank expects the recovery will proceed at a more modest pace going forward, owing to ongoing household deleveraging, fiscal consolidation and the spillovers from Europe. Chinese growth is decelerating, as expected, toward a more sustainable pace. Commodity prices—with the exception of oil—are expected to be below the levels anticipated in October through 2013.

The Bank's overall outlook for the Canadian economy is little changed from October. While the economy had more momentum than anticipated in the second half of 2011, the pace of growth going forward is expected to be more modest than previously envisaged, largely due to the external environment. Prolonged uncertainty about the global economic and financial environment is likely to dampen the rate of growth of business investment, albeit to a still-solid pace. Net exports are expected to contribute little to growth, reflecting moderate foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar. In contrast, very favourable financing conditions are expected to buttress consumer spending and housing activity. Household expenditures are expected to remain high relative to GDP and the ratio of household debt to income is projected to rise further.

The Bank estimates that the economy grew by 2.4 per cent in 2011 and projects that it will grow by 2.0 per cent in 2012 and 2.8 per cent in 2013. While the economy appears to be operating with less slack than previously assumed, given the more modest growth profile, the economy is only anticipated to return to full capacity by the third quarter of 2013, one quarter earlier than was expected in October.

The dynamics for inflation are similar to those anticipated in October, although the profile for inflation is marginally firmer. Both total and core inflation are expected to moderate in 2012 and subsequently rise, reaching 2 per cent by the third quarter of 2013 as excess supply is slowly absorbed,

labour compensation grows modestly and inflation expectations remain well-anchored.

Several significant upside and downside risks are present in the inflation outlook for Canada.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges that these risks are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 17 January, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. With the target interest rate near historic lows and the financial system functioning well, there is considerable monetary policy stimulus in Canada. The Bank will continue to monitor carefully economic and financial developments in the Canadian and global economies, together with the evolution of risks, and set monetary policy consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

The Global Economy

The outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased since the October *Monetary Policy Report* (Table 1). The sovereign debt crisis in Europe and the associated pressures on the banking sector have intensified, and the global ramifications through financial, trade and confidence effects are expanding. Conditions in international financial markets have tightened and risk aversion has increased, weighing on the prospects for global economic growth. Limited progress in rebalancing world demand is also contributing to the global slowdown as deficient demand in the major advanced economies is not being sufficiently offset by increased demand from emerging-market economies. Overall, global economic growth is projected to average roughly 3 per cent per year through 2013.

Since October, the outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2010	2011	2012	2013
United States	21	3.0 (3.0)	1.8 (1.7)	2.0 (1.7)	2.2 (3.3)
Euro area	16	1.8 (1.7)	1.5 (1.5)	-1.0 (0.2)	0.9 (1.5)
Japan	6	4.5 (4.0)	-0.8 (-0.6)	1.9 (2.0)	1.7 (2.5)
China	11	10.4 (10.4)	9.1 (9.1)	8.2 (8.2)	8.0 (8.2)
Rest of the world	46	5.8 (5.7)	4.2 (4.3)	3.1 (3.3)	3.2 (3.4)
World	100	5.2 (5.1)	3.7 (3.8)	2.9 (3.1)	3.3 (3.7)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2011 *Monetary Policy Report*.

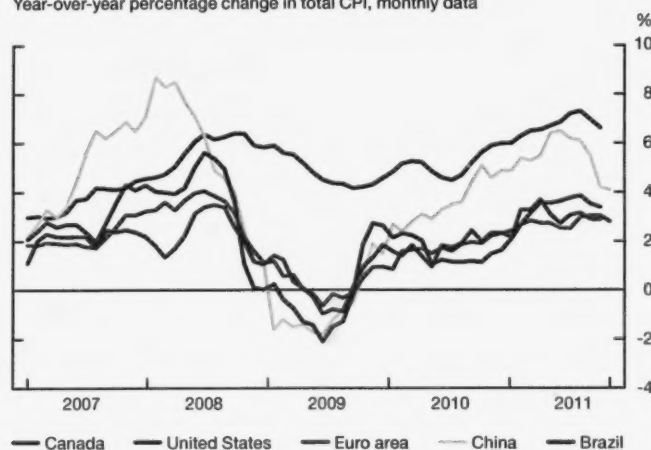
Source: Bank of Canada

The recession in the euro area is now expected to last longer and to be somewhat deeper than anticipated in the October *Report*, owing to tighter credit conditions, additional fiscal austerity measures and more negative confidence effects. The Bank's base-case scenario assumes that European authorities will implement the measures required to contain the crisis, thus supporting a gradual recovery in economic growth beginning in late 2012. In the United States, economic conditions have improved in recent months, with better-than-anticipated growth in real GDP in the second half of 2011 and some recovery in consumer confidence. Nonetheless, growth in U.S. economic activity is expected to be relatively modest through 2013, owing to ongoing household deleveraging, fiscal consolidation and negative spillover effects from the European crisis. Growth in emerging-market economies has slowed,

The recession in the euro area is now expected to last longer and to be somewhat deeper

Chart 1: Global inflation pressures have begun to moderate

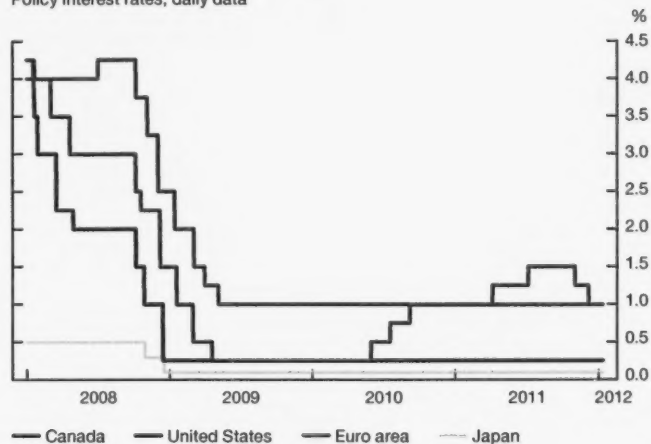
Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, National Bureau of Statistics of China and Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Last observations: November and December 2011

Chart 2: Central banks in some advanced economies have provided further monetary stimulus

Policy interest rates, daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 13 January 2012

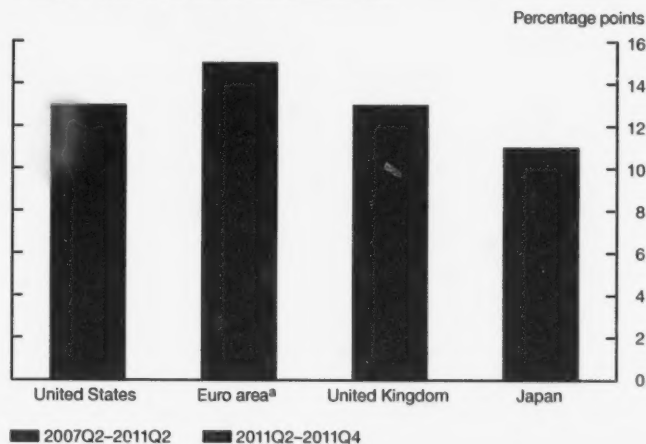
In the United States, economic conditions have improved in recent months

as expected, and is projected to moderate further toward a more sustainable—yet still robust—pace, in response to past tightening in domestic monetary policy and weaker global demand. Declines in commodity prices in the second half of last year and decreasing momentum in the global economy have begun to dampen inflation pressures (**Chart 1**).

Faced with subdued prospects for growth and diminishing inflation pressures, central banks in some advanced economies have provided additional monetary stimulus by lowering policy interest rates or engaging in further quantitative easing (**Chart 2** and **Chart 3**). They have also adopted additional measures to provide liquidity support to the financial system. Central banks in a number of emerging-market economies have also begun to loosen monetary policy, reversing earlier policy tightening.

Chart 3: Some central banks have expanded their balance sheets further

Change in total central bank assets relative to GDP



a. The bar for the euro area represents balance-sheet changes of the European Central Bank and national central banks of those European member states whose currency is the euro.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis; U.S. Federal Reserve; Eurostat; European Central Bank; U.K. Office for National Statistics; Bank of England; Cabinet Office, Government of Japan; and Bank of Japan

Last observation: 2011Q4

Global Financial Conditions

Conditions in global financial markets have tightened in recent months as the sovereign debt crisis in the euro area has deepened and banking sector stress has remained elevated. Tensions in euro-area government debt markets have escalated since the *October Report*. Bond spreads in some of the region's largest economies have risen, and yields for most of the peripheral sovereigns have reached post-euro record highs (**Chart 4** and **Chart 5**). In contrast, yields on government bonds in the United States, Germany and a number of other developed economies have continued to fall as investors shift toward safer and more-liquid assets (**Chart 6**).

Conditions in global short-term bank funding markets have generally deteriorated because of developments in Europe.¹ In particular, most European banks have been shut out of unsecured term-funding markets (**Technical Box 1**) in light of their significant exposure to euro-area sovereign debt, large recapitalization needs and major funding requirements. As a result, the European Central Bank (ECB) has provided increased liquidity to the European banking system against an expanded range of eligible collateral for periods of up to three years. European banks have also experienced severe difficulty accessing U.S.-dollar funds to finance their foreign-denominated assets. To alleviate these funding pressures, existing arrangements for temporary U.S.-dollar liquidity swaps between the U.S. Federal Reserve and five major central banks have been extended, and the rate on these arrangements has been reduced.² As a contingency measure, these central banks have also agreed to establish a network of temporary bilateral liquidity swap arrangements so that liquidity can be provided in each jurisdiction, in any of their currencies, should market conditions warrant.

Conditions in global financial markets have tightened in recent months

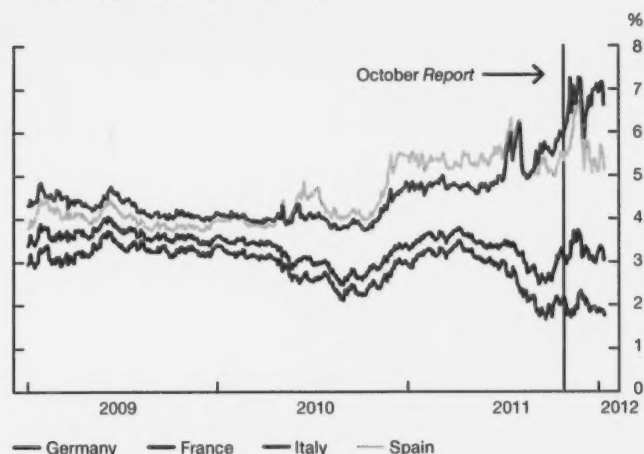
Investors have shifted toward safer and more-liquid assets

¹ The difference between interbank offered rates and their respective overnight index swap rates has reached its highest level since July 2009 in both the United States and Europe.

² The five major central banks are the European Central Bank and the central banks of the United Kingdom, Japan, Switzerland and Canada. The swap arrangements between these banks and the U.S. Federal Reserve were extended through 1 February 2013, and the rate on any drawing was reduced by 50 basis points.

Chart 4: Tensions have escalated in funding markets for some larger euro-area sovereigns ...

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data

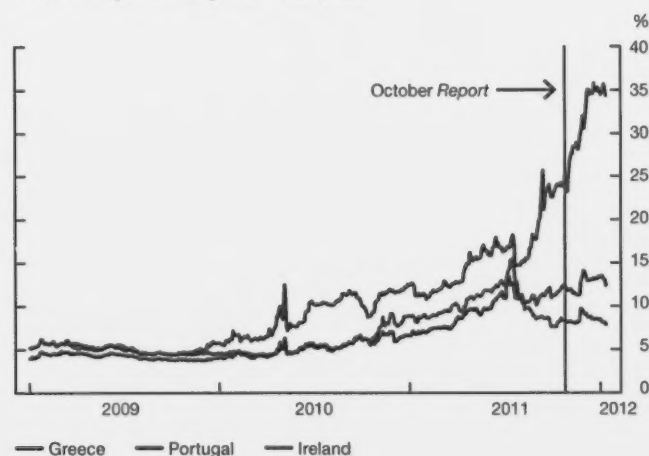


Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

Chart 5: ... while bond yields for most euro-area peripheral sovereigns have reached record highs

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data



Note: Due to data limitations, yields on 9-year sovereign bonds are used for Ireland.

Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

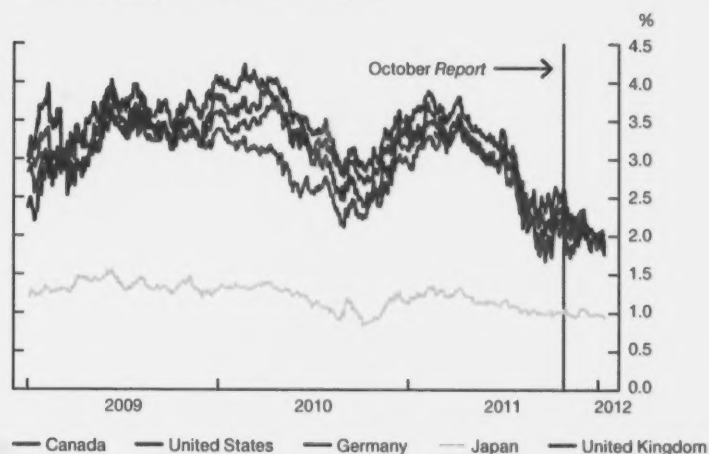
Rising investor anxiety has also affected other asset classes, albeit to a lesser extent. Issuance of U.S. corporate debt has rebounded since the *October Report*, although credit spreads have remained at wider levels than in the first half of 2011. Global equity indexes are generally unchanged since late October but have shown considerable volatility (**Chart 7**), while European financial subindexes have declined significantly.

The deterioration in financial conditions is projected to persist for some time and to be increasingly transmitted to households and businesses through tighter borrowing conditions. Financial conditions are expected to improve in 2013, supported by a rebound in global economic activity.

The deterioration in financial conditions is projected to persist for some time

Chart 6: Government bond yields in major economies have declined since the last Report

Yields on 10-year government bonds, daily data

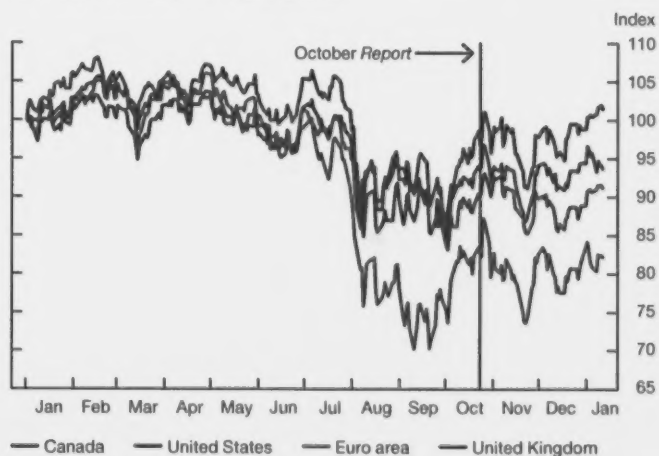


Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

Chart 7: Equity indexes have shown considerable volatility since October

Indexes (1 January 2011 = 100), daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

Euro-Area Financial Conditions and Spillover Effects

Concerns about the impact of the sovereign debt crisis on European banks have escalated. Banks from crisis countries have relied heavily on borrowing from the European Central Bank (ECB), since many of them cannot access unsecured funding markets (**Chart 1-A**). Moreover, the strong response to the ECB's three-year liquidity operation in December suggests that an increasing number of European banks face funding strains. They also continue to experience severe U.S.-dollar funding pressures, as evidenced by the rising cost of borrowing U.S. dollars on the foreign exchange swap market (**Chart 1-B**).

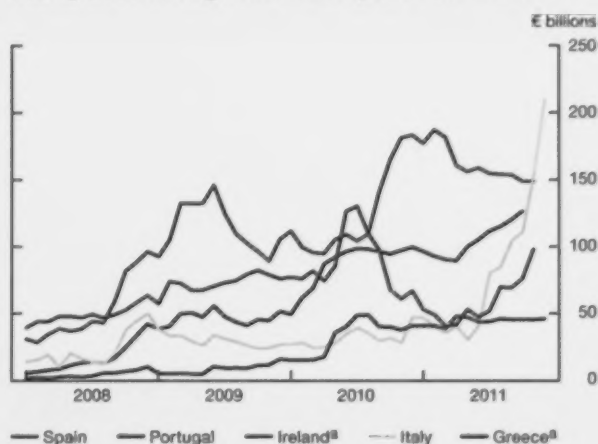
The spillovers into North American bank funding markets have thus far been relatively contained. Nevertheless, there is evidence of credit tiering for U.S. banks in unsecured term-funding markets. Moreover, the timing and pricing of new debt issues have been heavily influenced by shifting sentiments in global markets. Canadian banks continue to have solid access to term-funding markets, both in Canadian and U.S. dollars.

Thus far, the impact on global financial conditions from the strains in Europe has consisted mostly of a general retrenchment from risk-taking. Over the projection period, the impact is expected to become more widespread, however, and to take the form of increased funding pressures, adverse confidence effects and reduced availability of credit. In particular, deteriorating funding conditions are projected to push banks to restrict access to credit for households and businesses in Europe and the United States, adding to the drag on economic growth.¹

To alleviate concerns over bank solvency, European authorities have required banks to increase their core Tier 1 capital ratios to 9 per cent by the end of June 2012. To improve their capital positions in a difficult environment for raising capital from private sources, a number of European banks have announced plans to sell assets, notably in their "non-core" business lines (e.g., capital market activities, investment banking and lending in "non-core" markets).² Balance-sheet deleveraging by European banks is projected to affect financial and economic conditions, both in the euro area and globally. Eastern European countries are particularly vulnerable to a decline in credit supply, since Western European

banks provide close to 40 per cent of their total credit (**Table 1-A**). With European banks accounting for a noticeable share of total lending in the United States, especially for business credit, the U.S. supply of credit is also expected to decline. This drop, in combination with confidence effects

Chart 1-A: Banks from euro-area crisis countries have relied heavily on borrowing from the European Central Bank



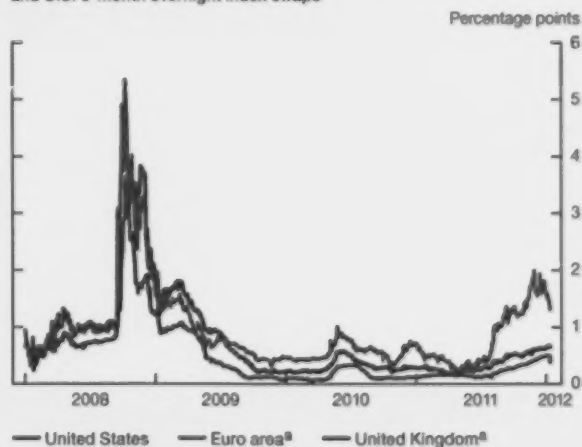
a. For Ireland and Greece, the figures include both liquidity provided through refinancing operations and liquidity provided by national central banks through their Emergency Liquidity Assistance programs.

Sources: Banco de España, Banco de Portugal, Central Bank of Ireland, Bank of Greece and Banca d'Italia

Last observations: December 2011 for Italy and Portugal, November 2011 for Spain and Ireland, October 2011 for Greece

Chart 1-B: U.S.-dollar funding markets for European banks are experiencing acute tensions

Spreads between 3-month U.S.-dollar bank borrowing rates and U.S. 3-month overnight index swaps



a. Implied borrowing rates
Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

1 The October 2011 euro-area Bank Lending Survey indicates that euro-area banks have tightened their lending standards.

2 The European Banking Authority estimates that European banks face a total capital shortfall of €114.7 billion to achieve the 9 per cent target for their core Tier 1 capital ratios. This new figure is slightly higher than the €106 billion estimate released at the end of October, with German banks experiencing the largest increase. In an extreme scenario where banks would aim to achieve this target only by selling assets (i.e., without raising equity or using retained earnings to boost their capital positions), they could sell up to €2.8 trillion of assets.

Technical Box 1 (continued)

and weaker economic prospects, is projected to constrain growth in business investment.³

Overall, the crisis in the euro area is projected to dampen global economic growth considerably, reducing the level of

³ The Federal Reserve's 2011Q3 Senior Loan Officer Opinion Survey suggests that, to date, signs of tightening have been observed for foreign banks only (for lending standards on commercial and industrial loans).

world GDP by somewhat more than 1 per cent by the end of 2012, including reductions of 0.8 per cent in the United States and 0.6 per cent in Canada. These estimates include both direct trade effects and indirect spillovers owing to increased funding pressures, lower confidence and reduced availability of credit.

Table 1-A: Foreign claims of European banks on selected countries or groups of countries (2011Q2)

Aggregate foreign claims of European banks	Eastern European emerging-market economies ^a			Brazil, Russia, India and China			United States		
	Total	On banks	On non-bank private sector	Total	On banks	On non-bank private sector	Total	On banks	On non-bank private sector
As a percentage of total credit ^b	38.0	4.6	23.3	6.4	1.6	3.4	17.6	3.3	10.7
US\$ millions	654,552	79,992	400,443	999,222	247,728	525,846	3,782,796	705,590	2,303,319

a. Czech Republic, Poland and Turkey

b. Total credit is calculated as the sum of domestic credit (IMF data) and the total foreign claims of the 24 reporting countries (BIS data).

Sources: International Monetary Fund *International Financial Statistics* and Bank for International Settlements

Euro Area

Recent economic indicators suggest that the euro area entered a recession in the fourth quarter of 2011. Purchasing managers indexes have fallen below the threshold that divides growth from contraction (**Chart 8**), and confidence indicators have declined to levels typically seen during recessions. Unemployment rates have started to rise (particularly in the periphery) from already-elevated levels. Worsening economic conditions and increased borrowing costs have further weakened public finances and heightened concerns about bank balance sheets, even though a number of countries, including France, Italy and Spain, have adopted additional fiscal austerity and structural reform measures (**Technical Box 2**). Faced with higher funding costs, European banks are restricting access to credit and charging higher interest rates on loans to businesses and households (**Chart 9**). The adverse feedback loop between economic weakness, sovereign debt vulnerabilities and financial sector strains has thus become more entrenched. Growing excess supply and declines in commodity prices are expected to dampen inflation pressures throughout most of the region.

In addition to measures aimed at supporting the financial system, the ECB has reduced its policy interest rate by 50 basis points, given the recent deterioration in economic activity. In an effort to restore financial stability and confidence, European policy-makers have announced a number of initiatives, including increased private sector debt relief for Greece, a higher requirement for core Tier 1 capital ratios for banks, an earlier starting date for the European Stability Mechanism and a new Fiscal Compact to enhance fiscal discipline.³

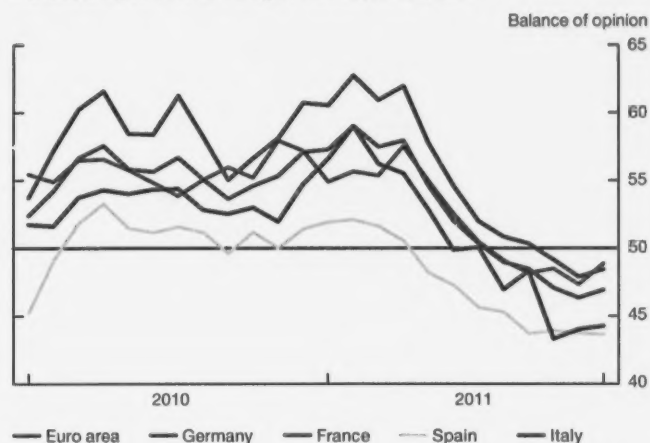
Economic prospects in the euro area have diminished further since the *October Report* and continue to be subject to a high degree of uncertainty. The Bank's base-case projection assumes that European authorities will

Recent economic indicators suggest that the euro area has entered a recession

³ Annual structural deficits of euro-area member states would be constrained to a maximum of 0.5 per cent of GDP. This rule has not yet been ratified at the individual country level.

Chart 8: In the euro area, purchasing managers indexes point to a contraction in activity

Manufacturing purchasing managers indexes, monthly data



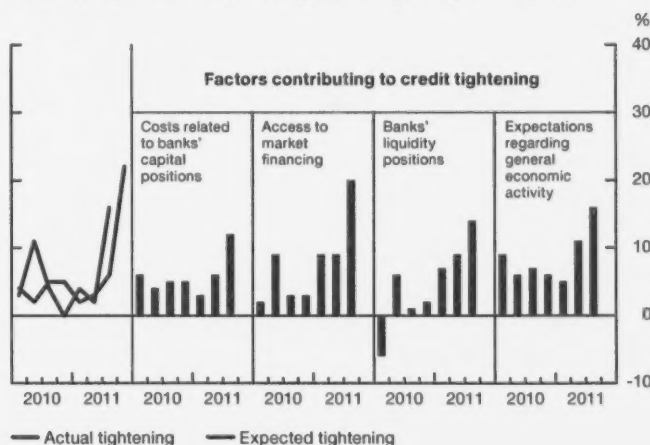
Note: The purchasing managers index (PMI) is a composite diffusion index of manufacturing conditions. A reading above (below) 50 indicates an improvement (a deterioration) in overall business conditions in the manufacturing sector compared with the previous month.

Source: Markit

Last observation: December 2011

Chart 9: Euro-area banks are restricting access to credit

Net percentages of banks contributing to credit tightening for enterprises



Note: Data reflect responses to the euro-area Bank Lending Survey. "Actual tightening" refers to the tightening that has already occurred, while "expected tightening" refers to the additional tightening anticipated by banks.

Source: European Central Bank

Last observation: 2011Q3

implement sufficient measures to contain the crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks. The ongoing recession is expected to last four quarters, resulting in a peak-to-trough decline in economic activity of close to 1.5 per cent. Deteriorating financial conditions, bank deleveraging, fiscal consolidation and large negative confidence effects are expected to lead to a contraction in domestic demand in 2012, and growth in exports is projected to slow notably, owing to weaker global demand. Economic outcomes are expected to vary widely across countries, however, with subdued growth in the core economies and a significant contraction in the periphery. A modest recovery is expected to begin in the euro area in late 2012 as financing conditions begin to improve and confidence gradually

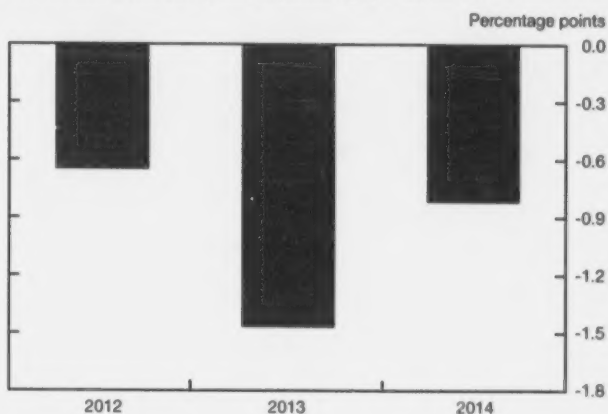
Fiscal Austerity in the Euro Area

From an aggregate perspective, the euro area's public debt burden is lower than that of the United States and Japan. However, many individual countries have high public deficits and public debt levels well above 90 per cent of GDP.¹ Similarly, while the aggregate current account deficit for the whole euro area is about 0.5 per cent of GDP, with a small net negative international investment position, there are significant variations at the country level (**Table 2-A**). Notably, some of the peripheral countries have had large negative net international investment positions of more than 20 per cent of GDP and sizable current account deficits, often in excess of 5 per cent of GDP, although these current account deficits have decreased markedly in recent months.

Elevated debt levels, lack of competitiveness, prospects of sluggish growth and deteriorating fiscal positions (owing in part to upcoming age-related pressures) have led to substantial increases in sovereign borrowing costs and, consequently, to banking sector stress in many euro-area countries. To restore fiscal balance, most euro-area countries are introducing additional measures to promote fiscal austerity and structural reforms to generate growth and ensure a sustainable debt path.² Announced austerity plans include a mix of pension reforms, tax increases and reductions in government spending, including lower public sector employment. Government spending cuts account for most of the planned fiscal adjustment, but sizable tax

Chart 2-A: Fiscal austerity measures are expected to reduce euro-area GDP growth in coming years

Contribution to real GDP growth in percentage points, annual data



Source: Bank of Canada calculations and projections

increases are being enacted in several countries as well. Structural reforms, announced or planned, generally focus on improving competition in product markets and flexibility in labour markets.

Fiscal and structural reform policies will ultimately enhance euro-area growth by reducing borrowing costs, increasing the flexibility of the economy and improving productivity. In the near term, however, the prospects for economic growth in the euro area are already weak, and tightening fiscal policy will result in even slower growth. As **Chart 2-A** shows, fiscal austerity creates a significant drag on GDP growth in

(continued)

- 1 C. Reinhart and K. Rogoff find that debt starts to have adverse effects on growth when it exceeds 90 per cent of GDP ("Growth in a Time of Debt," *American Economic Review* 100, no. 2 (2010): 573–78.)
- 2 Moreover, increased fiscal discipline is being considered for the whole European Union, with the most recent EU summit calling for additional fiscal rules with greater centralized oversight of national budgets.

Table 2-A: Euro-area internal imbalances have led to sizable fiscal-adjustment programs

Country	General government deficit, 2010 (% of GDP)	Gross debt, 2010 (% of GDP)	Average current account surplus/deficit, 2005–10 (% of GDP)	10-year bond spread relative to Germany (basis points) ^a	Change in 10-year bond spread since 3 January 2011 (basis points) ^a	Total size of announced fiscal adjustment, 2012–14 (% of GDP) ^b
Italy	4.5	119	-2	486	305	7
Ireland ^c	32.0	95	-3	476	-89	8
Spain	9.2	60	-8	343	94	4 ^d
Greece	10.4	143	-12	2,957	1,997	12
Portugal	9.1	93	-11	1,016	646	8
Germany	3.3	84	6	--	--	3
France	7.1	82	-1	130	88	4

a. As of 13 January 2012

b. Figures for fiscal adjustments as a share of GDP are Bank of Canada calculations based on national government announcements, as well as IMF and OECD sources.

c. Due to data limitations, yields on 9-year sovereign bonds are used for Ireland.

d. Note that more recent announcements are not included in this figure, as details have not been provided.

Sources: IMF World Economic Outlook database, September 2011, and Eurostat

the Bank's outlook, removing about 0.7 percentage points from euro-area growth in 2012, 1.5 percentage points in 2013 and 0.8 percentage points in 2014.³ In light of this deficiency in demand, the global rotation of demand (and hence greater demand for European exports) will be critical to support growth in the euro area during this period.

The negative effects from austerity are not necessarily limited to their immediate impact on GDP—there is a risk that a negative feedback loop between weak economic growth, declining tax revenues, stress in the banking sector and rising borrowing costs could become more severe. Negative shocks

to growth will lower tax revenues and may raise borrowing costs, exacerbating government deficits and increasing pressures on euro-area banks (since they have large exposures to sovereign debt). This in turn could create a need for greater austerity, which would further reduce GDP growth.

Conversely, if too little fiscal consolidation is implemented, the outcome could be much worse. Insufficient or non-credible commitments to fiscal and structural reforms risk loss of investor confidence and a rapid escalation of borrowing costs. Such a scenario would likely entail an even deeper recession and, ultimately, the need for more severe fiscal tightening and even debt writedowns.

This dilemma underscores the importance of structural reforms to boost growth.

³ Note that fiscal austerity will have a net negative effect on growth relative to a scenario where delayed fiscal consolidation does not negatively affect growth.

recovers in response to the implementation of required policy measures and structural reforms. Overall, relative to expectations in the *October Report*, the level of real GDP in the euro area is projected to be about 1 per cent lower at the end of 2013.

United States

Recent economic activity in the United States has been stronger than anticipated. Boosted by higher consumer spending and business investment, growth in real GDP rebounded to approximately 2.5 per cent in the second half of 2011. Despite this positive surprise, the U.S. recovery is expected to proceed at a more modest pace through 2012–13, with GDP growth averaging roughly 2 per cent per year, owing to headwinds from household deleveraging, fiscal consolidation and spillover effects from the European crisis.

U.S. inflation pressures are projected to decrease in response to lower commodity prices and significant excess capacity. As a result, the Federal Reserve is expected to maintain very accommodative monetary conditions. Average annual GDP growth in the United States is projected to be slightly stronger in 2012 than anticipated in the *October Report*, mainly reflecting the rebound in growth in the second half of 2011 and reduced fiscal tightening. Growth in 2013 is, however, expected to be significantly weaker.

Fiscal consolidation is projected to exert a drag on U.S. real GDP growth amounting to about 0.8 percentage points in 2012 and about 2.5 percentage points in 2013 (**Chart 10**). The estimated impact in 2012 is smaller than was anticipated in the *October Report*, given improved prospects for the extension of the payroll tax cuts and unemployment insurance benefits that were scheduled to expire at the end of 2011.⁴ The estimated drag in 2013 is larger,

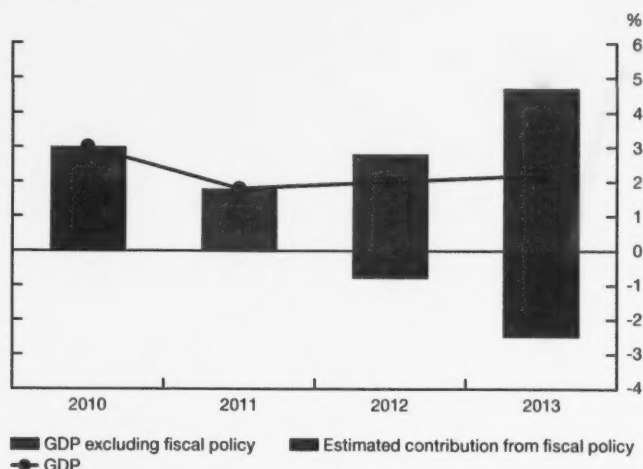
Growth in U.S. real GDP rebounded in the second half of 2011, but is expected to proceed at a more modest pace

Fiscal consolidation is projected to exert a drag on U.S. real GDP growth

⁴ Although these measures have been renewed for two months, the Bank's base-case scenario now assumes that they will be extended to the end of 2012.

Chart 10: Fiscal consolidation is projected to exert a drag on U.S. real GDP growth

Annual data



Note: The contribution of fiscal policy to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects on other components of aggregate demand.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

however, reflecting the impact of spending cuts that are assumed to take place during 2013.⁵

Consumption growth has been supported in recent months by declines in commodity prices from the peaks observed a year ago, as well as by an improvement in consumer confidence and the increased availability of motor vehicles at U.S. dealerships following the restoration of Japanese supply chains. Growth in personal disposable income has remained weak, however, and the savings rate has fallen below the 5 per cent to 6 per cent range that the Bank expects will be needed to rebuild household balance sheets over the medium term (**Chart 11**). U.S. consumption is therefore expected to grow more modestly through 2013, as households renew efforts to repair their balance sheets in an environment of slowly improving labour market conditions and a persistent drag on incomes due to fiscal consolidation (**Chart 12**). In addition, U.S. banks are projected to tighten lending standards for consumers and businesses in reaction to increased funding costs related to the European crisis.

Restricted access to mortgage credit, together with an elevated inventory of foreclosed properties, is expected to keep the construction of new homes at a low level during most of 2012. Tighter financial conditions and high vacancy rates should also limit growth in the construction of non-residential structures over this period. A modest recovery is projected in both residential and non-residential construction toward the end of 2012, when financial conditions are expected to improve.

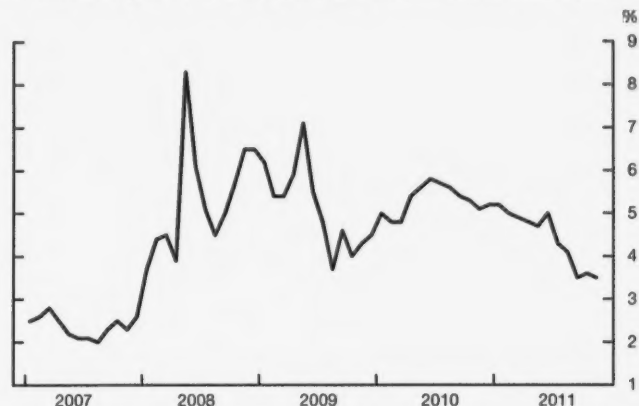
Exports and business investment in equipment and software are expected to continue to be important drivers of U.S. economic growth over the projection horizon, although their contribution is projected to decrease somewhat in 2012. Indeed, despite support from healthy corporate balance sheets, growth in

Exports and business investment in equipment and software are expected to continue to be important drivers of U.S. economic growth

⁵ In November 2011, the Joint Select Committee on Deficit Reduction announced that it had failed to agree on measures to lower the U.S. budget deficit by a minimum of US\$1.2 trillion over the next nine years. As a result, sequestration of this amount has been triggered. According to the Budget Control Act of 2011, these cuts are to be implemented evenly between 2013 and 2021.

Chart 11: The U.S. savings rate has fallen below the level consistent with rebuilding household balance sheets^a

Personal savings as a percentage of personal disposable income, monthly data



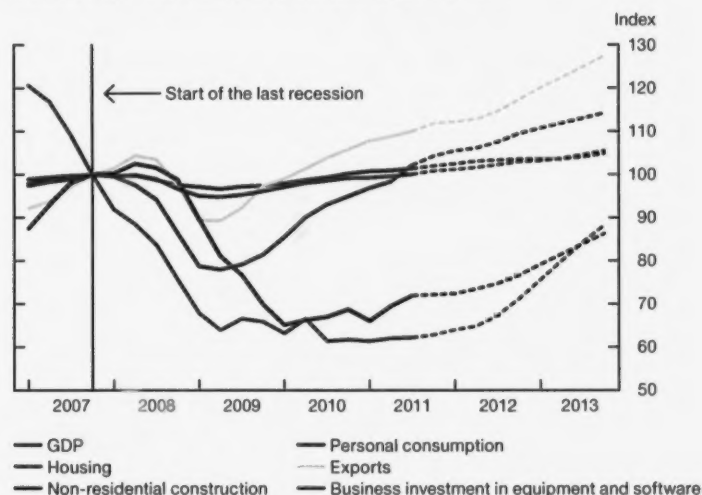
a. A savings rate of 5 per cent to 6 per cent is considered by the Bank to be consistent with the repair of U.S. household balance sheets over time.

Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: November 2011

Chart 12: U.S. consumption is expected to grow modestly through 2013

Index: 2007Q4 = 100, chained 2005 U.S. dollars, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

business investment is expected to be constrained during the year by uncertainty over prospects for future growth, tightening financial conditions and low rates of resource utilization. The pace of expansion in business investment is projected to improve in 2013 once these effects begin to dissipate.

Growth in exports is expected to slow in 2012, owing to weaker growth in global demand as well as the recent appreciation of the U.S. dollar, which partly reflected international investor demand for the safety and liquidity of U.S. Treasury securities. Exports are projected to recover somewhat in 2013, however, in response to a gradual strengthening in external demand.

Other Advanced Economies

In Japan, activity related to reconstruction helped boost the growth of real GDP to 5.6 per cent in the third quarter of 2011. Real GDP growth moderated sharply in the fourth quarter of last year, however, and is projected to average less than 2.0 per cent per year through 2013 as the impetus from the rebuilding of infrastructure wanes. At the same time, slowing external demand and the recent sharp appreciation of the yen are expected to weigh on export growth. In reaction to the deceleration in economic activity, the Bank of Japan has further expanded the size of its asset-purchase program. The central bank also intervened in foreign exchange markets at the end of October to limit the rise of the yen.

Real GDP growth in other advanced economies has slowed recently and is expected to be subdued in coming quarters, reflecting a weakening in external demand, declining household and business confidence, and continued drag from fiscal consolidation. To counter the deterioration in economic conditions, monetary authorities in a number of countries, including Australia, Norway and Sweden, have lowered their policy interest rates. Some economies with significant trade and financial links with the euro area could experience a recession. Economic activity is expected to gather momentum toward the end of 2012, supported by a modest recovery in global growth and an improvement in confidence.

Emerging-Market Economies

Economic growth in China decelerated to 9.1 per cent in the third quarter of 2011 in response to the past tightening in monetary policy and slowing external demand, especially from Europe, its most important trading partner. Measures undertaken by the authorities to cool activity in the real estate sector have led to a softening in housing demand and a fall in property prices. Moderating food prices contributed to a marked decline in the overall inflation rate to 4.1 per cent in December from a recent peak of 6.5 per cent in July. With inflation pressures easing, Chinese authorities have shifted toward a more accommodative monetary policy stance and in December lowered the reserve requirement ratio for financial institutions by 50 basis points. Growth in real GDP is nevertheless projected to moderate to around 8 per cent over 2012–13. Structural reforms and a modest appreciation of the Chinese real exchange rate are expected to support a gradual rotation of demand away from investment and exports and toward consumption.

Despite some slowing due to a moderation in global demand, real GDP growth in other emerging-market economies is expected to remain relatively strong, supported by an easing in monetary policy. This generally positive outlook is tempered, however, by the effects of increased risk aversion in global financial markets, which has led to capital outflows from some emerging-market economies, implying some tightening in credit conditions. Growth is projected to slow particularly rapidly in the countries of Central and Eastern Europe, since their exports are directed principally toward Europe and their financial systems are heavily dominated by Western European banks.

Commodity Prices

Prices for non-energy commodities are essentially unchanged since the October Report. While the prices of base metals and agricultural commodities have recovered somewhat in recent weeks following declines in late 2011, the prices of non-energy commodities are projected to fall in 2012 in

Real GDP growth in Japan is projected to average less than 2.0 per cent per year through 2013 as the impetus from the rebuilding of infrastructure wanes

Economic growth in China decelerated to 9.1 per cent in the third quarter

With inflation pressures easing, Chinese authorities have shifted toward a more accommodative monetary policy stance

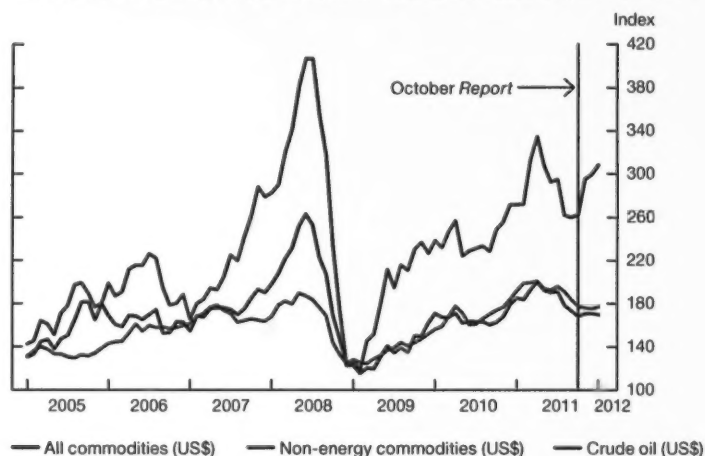
Prices of non-energy commodities are projected to fall in 2012

reaction to diminished prospects for global economic growth, before partially recovering in 2013 when global demand conditions begin to improve (**Chart 13**). This profile is lower over the projection horizon than had been anticipated in October.

Prices for energy commodities have been mixed in recent months. Prices for West Texas Intermediate (WTI) crude oil have rebounded to roughly US\$100 per barrel, reflecting low global inventories and geopolitical tensions.

Chart 13: Prices for non-energy commodities have changed little since the October Report, but oil prices have increased

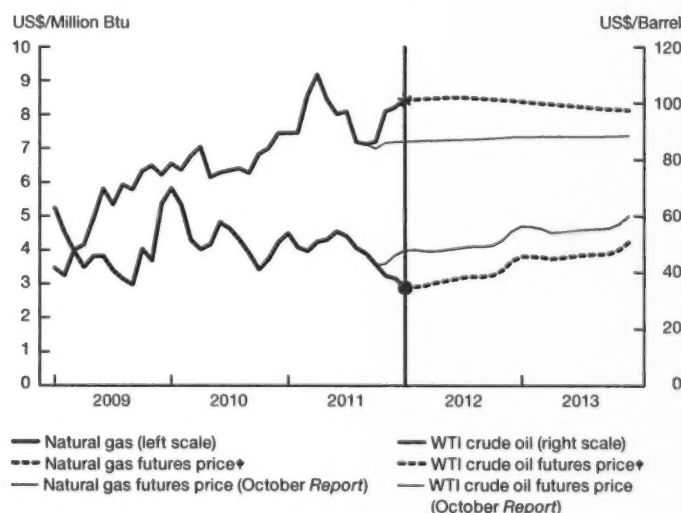
Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values in January 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 January 2012.
Source: Bank of Canada
Last observation: January 2012

Chart 14: Prices for natural gas are projected to rise through 2013, but WTI oil prices are expected to decline

Monthly data



* Spot price for crude oil (13 January 2012)
● Spot price for natural gas (13 January 2012)
♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 January 2012
Note: Values for crude oil and natural gas prices in January 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 January 2012.
Source: NYMEX

In addition, improved prospects for alleviating the inventory overhang in Cushing have led to a narrowing in the WTI-Brent spread to around US\$10 per barrel from US\$24 per barrel in October. The latest futures curve suggests that WTI crude prices are projected to ease modestly through the end of 2013, although prices are expected to remain above the levels anticipated at the time of the *October Report* (**Chart 14**). In contrast, natural gas prices in North America have fallen sharply in response to unseasonably warm weather, in an environment of persistent excess supply. While prices are projected to recover through 2013 based on the latest futures curve, the level of natural gas prices is expected to remain lower through 2013 than anticipated in the *October Report*.

Natural gas prices in North America have fallen sharply

Implications for the Canadian Economy

Despite the relatively subdued outlook for global economic growth, external demand for Canada's exports, as indicated by the foreign activity measure, is projected to grow moderately in 2012 and to pick up further in 2013 in response to an improvement in U.S. residential construction and a rebound in the growth in U.S. business investment (**Chart 15**). Deteriorating economic conditions in Europe have a relatively modest impact on the foreign activity measure, given Canada's limited direct trade links with Europe, and will affect Canadian exports primarily through their spillover effects on U.S. private domestic demand. Nonetheless, the crisis in Europe is expected to have an indirect impact on the Canadian economy through its implications for financial conditions, confidence and global commodity prices.

External demand for Canada's exports is projected to grow moderately in 2012

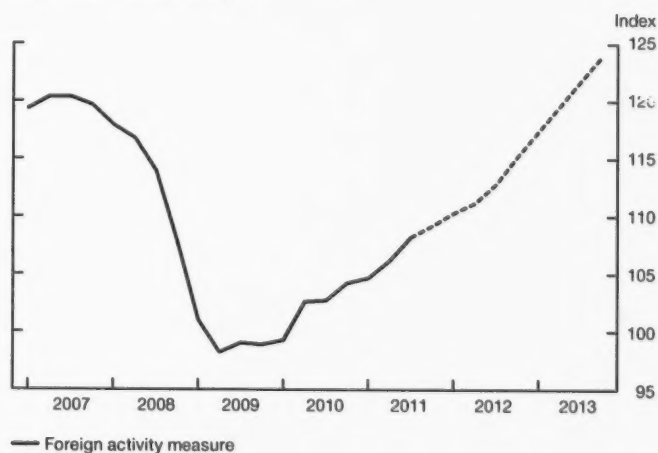
Deteriorating economic conditions in Europe have a relatively modest impact on the foreign activity measure

The Bank of Canada's commodity price index (BCPI) has declined since the *October Report*, owing mainly to the impact of lower natural gas prices, which has more than offset the effect of the higher price of WTI oil. Over the projection horizon, the BCPI is projected to increase as natural gas prices rise, despite expected declines in the prices of non-energy commodities and crude oil, but to remain somewhat below the levels anticipated in the *October Report*.

*The BCPI is projected to increase as natural gas prices rise but to remain somewhat below the levels anticipated in the *October Report**

Chart 15: The recovery in foreign activity is projected to continue

Index: 2002 = 100, quarterly data

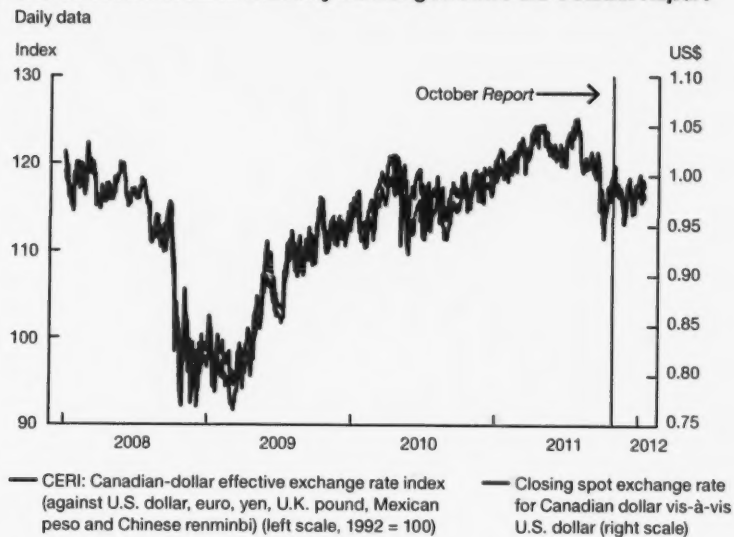


Note: Dotted line indicates projection.

The foreign activity measure captures the composition of foreign demand for Canadian exports by including components of U.S. private final domestic demand and economic activity in Canada's other trading partners.

Source: Bank of Canada calculations and projections

Chart 16: The Canadian dollar is relatively unchanged since the October Report



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 13 January 2012

The Canadian dollar has averaged close to 98 cents U.S. since the December fixed announcement date and is assumed to remain at this level over the projection horizon (**Chart 16**). This is very close to the 99 cents U.S. level assumed in the *October Report*.

The Canadian Economy

The Bank's outlook for the Canadian economy is little changed relative to the October *Report*. Although growth in the second half of 2011 was stronger than anticipated, the weaker external outlook is expected to affect the Canadian economy through confidence, financial and trade channels. The Bank continues to expect that these headwinds will limit economic growth in Canada in 2012 to a modest pace, after which growth is projected to pick up as the global environment improves. Private domestic demand is anticipated to remain the primary driver of growth in Canada throughout the projection horizon, with relatively weak global economic growth and competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar, continuing to restrain net exports.

The Bank's outlook for the Canadian economy is little changed relative to the October Report

Consistent with this outlook, the Bank continues to expect that the output gap will persist well into 2013. Excess supply in the economy, together with moderate growth in labour compensation and dissipating pressures from commodity prices, is anticipated to result in a moderation in both total and core CPI inflation to below 2 per cent around mid-2012. This moderation is projected to be slightly less pronounced than in the October *Report*, partly reflecting some expected persistence in the slightly firmer prices seen recently for a few goods, as well as a slightly higher assumed path for oil prices. Nonetheless, the broad profile for inflation in Canada is little changed, with the Bank projecting both total and core inflation to return gradually to 2 per cent over the latter part of the projection horizon as slack in the economy is slowly absorbed and inflation expectations remain well anchored.

Total and core CPI inflation are expected to moderate to below 2 per cent around mid-2012 ... before returning gradually to 2 per cent over the latter part of the projection horizon

Financial Conditions

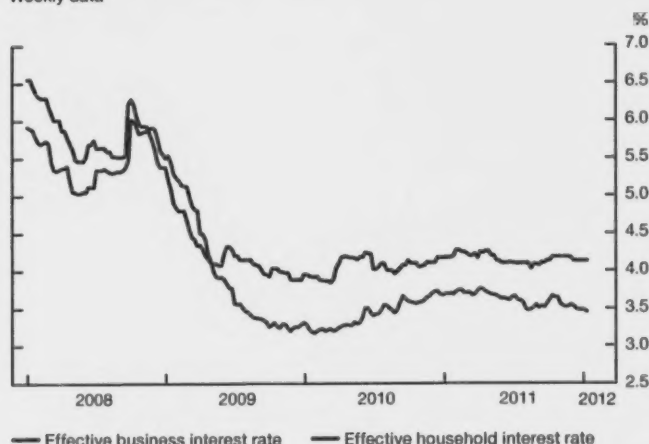
Despite the deterioration in global financial conditions, the aggregate supply and price of credit to businesses and households in Canada remain very stimulative (**Chart 17**), providing important ongoing support to the economic expansion. Both the Bank's *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2011Q4) and the *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Winter 2011) suggested that business-lending conditions were little changed in the fourth quarter, after several quarters of sustained easing (**Chart 18**). Household credit remains readily available at very low rates.

The aggregate supply and price of credit to businesses and households in Canada remain very stimulative

Canadian financial markets have been resilient in recent months. The S&P/TSX Composite Index is roughly unchanged since the October *Report*, as are the relative prices of Canadian bank equities (**Chart 19**). Canadian

Chart 17: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



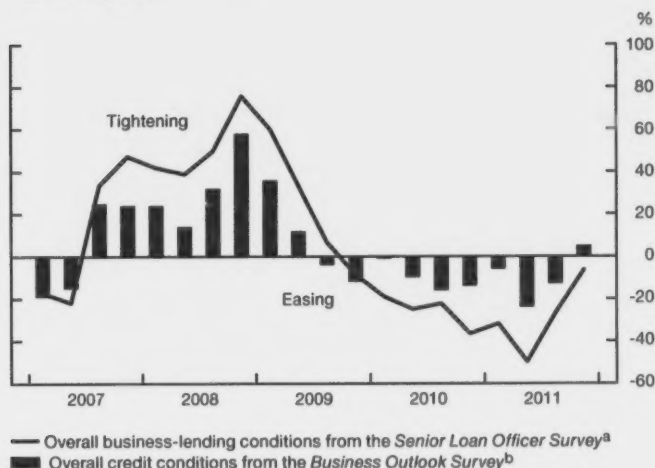
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 13 January 2012

Chart 18: Survey results suggest that credit conditions for Canadian firms were little changed in 2011Q4

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2011Q4

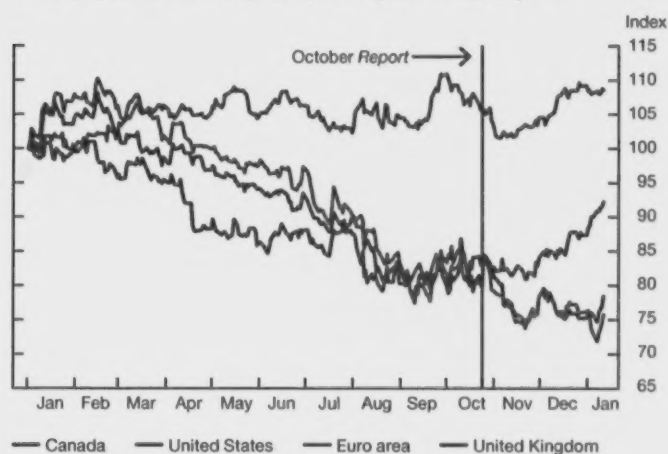
corporate spreads have narrowed marginally and issuance has been reasonably healthy, while government bond yields have declined sharply, with the 10-year nominal yield falling below 2 per cent for the first time. This is partly due to sustained international demand for the debt of Canadian governments, banks and corporations, a sign that their credit quality is perceived to be high by global standards.

Canadian banks remain well positioned to lend

In this context, Canadian banks remain well positioned to lend, with ready access to relatively low-cost funding across the term structure. This strong position has facilitated further declines in residential mortgage rates in

Chart 19: Canadian bank equity indexes have outperformed foreign bank equity indexes on a relative basis

Bank equity index/broad equity index (1 January 2011 = 100), daily data

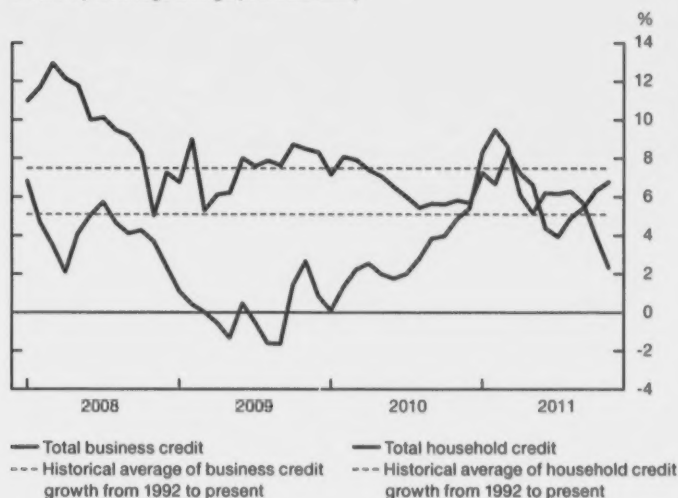


Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

Chart 20: Household credit growth has firmed while business credit growth has slowed

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: November 2011

recent weeks, potentially adding to the recent momentum in the growth of household credit, which picked up through the autumn as resale housing market activity strengthened (**Chart 20**). In contrast, the growth of business credit slowed in recent months despite the persistence of historically low borrowing costs, consistent with a slowing in the growth of business investment amid heightened economic and financial uncertainty.

Growth in the narrow monetary aggregates continued to rebound in the fourth quarter, reflecting some increase in liquidity preference, with heightened uncertainty and low alternative rates of return likely playing a role. Growth in the broad monetary aggregates has also picked up, albeit to a lesser extent, remaining consistent with relatively subdued inflation pressures ahead.

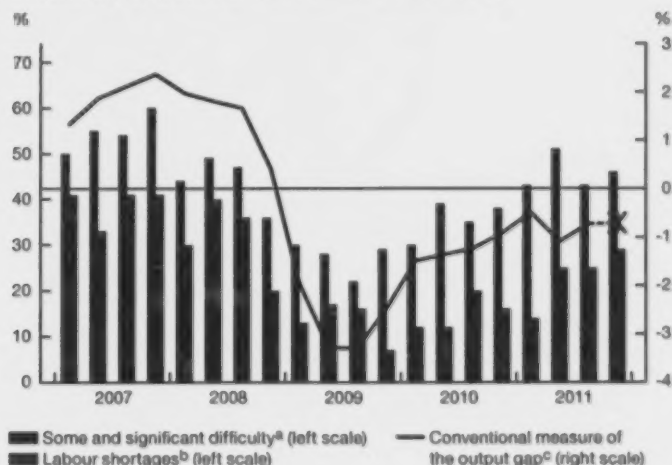
The growth of household credit picked up through the autumn

The higher level of activity in Canada implies less slack in the economy

Estimated Pressures on Capacity

The level of real GDP in the fourth quarter of 2011 was 0.6 percentage points higher than the Bank had projected in the *October Report*. Real GDP grew by 3.5 per cent in the third quarter of 2011 and is estimated to have risen by 2.0 per cent in the fourth quarter, above expectations in the *October Report*. These stronger results reflect a larger rebound from the temporary factors that had restrained growth earlier in the year, as well as greater momentum in household expenditures in Canada and stronger-than-anticipated activity in the United States. The resulting higher level of activity in Canada implies less slack in the economy than previously expected. The Bank's conventional

Chart 21: Excess supply persists in the Canadian economy



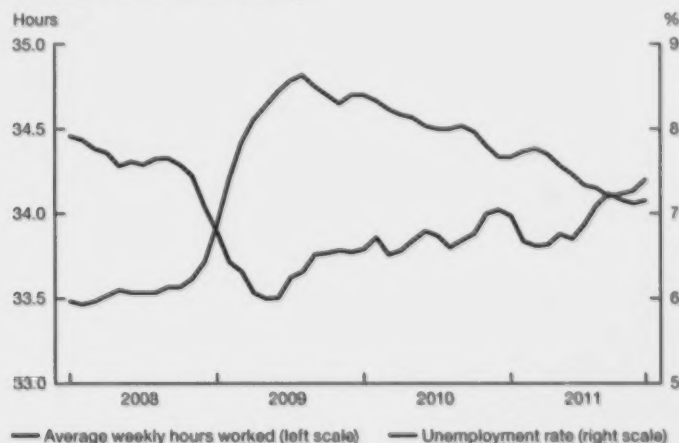
- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the fourth quarter of 2011 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 2.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2011Q4

Chart 22: Labour market indicators have softened in recent months

Monthly data, 3-month moving average



Source: Statistics Canada

Last observation: December 2011

measure of the output gap has shown similar dynamics, narrowing to -0.7 per cent in the fourth quarter of 2011 (**Chart 21**). The Bank's winter *Business Outlook Survey* also showed that the proportion of firms that would have difficulty responding to an unexpected increase in demand edged up relative to the previous survey, remaining at a level close to its historical average.

In contrast, conditions in the labour market have softened in recent months. The unemployment rate rose through the fourth quarter to reach 7.5 per cent in December, reflecting a decline in private sector employment, and average weekly hours worked have fallen (**Chart 22**). While responses to the Bank's winter *Business Outlook Survey* showed an increase in the proportion of firms reporting labour shortages, this proportion remains below its historical average.

On balance, the Bank judges that the economy was operating at roughly three-quarters of a per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2011, a smaller degree of slack than the Bank had anticipated in the *October Report*.

Conditions in the labour market have softened in recent months

The Bank judges that the economy was operating at roughly three-quarters of a per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2011

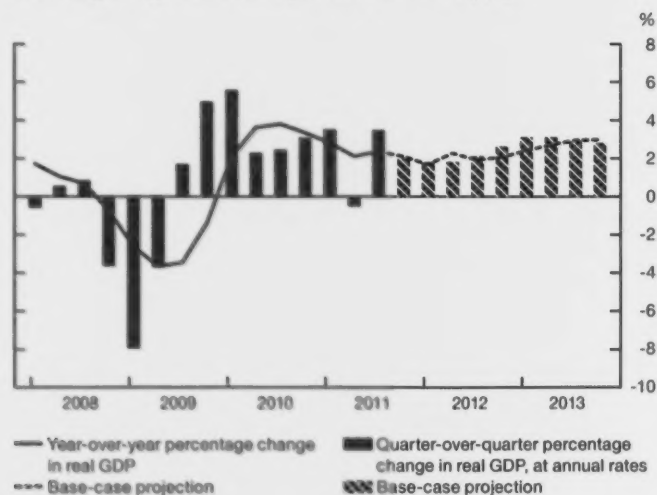
Economic Activity

The Bank expects modest growth in the Canadian economy in the first half of 2012, after which growth is projected to improve (**Chart 23**). As in the *October Report*, this projection assumes that the crisis in Europe will be contained, eventually leading to reduced uncertainty and a gradual return of confidence. On an average annual basis, growth in real GDP is projected to moderate from 2.4 per cent in 2011 to 2.0 per cent in 2012, before picking up temporarily above the rate of the economy's production potential to 2.8 per cent in 2013 (**Table 2**). Private domestic demand, supported by accommodative domestic financial conditions, is expected to account for almost all of Canada's economic growth over the projection horizon (**Chart 24**).

This outlook for the Canadian economy is little changed from the *October Report*. While the economy had more momentum in the second half of 2011 than anticipated, the projected pace of growth through 2012 is more modest than previously envisaged (**Table 3**). The weaker quarterly profile through 2012 reflects more persistent uncertainty about the global economic and

The Bank expects modest growth in the Canadian economy in the first half of 2012, after which growth is projected to improve

Chart 23: Real GDP growth is expected to pick up in the second half of 2012, resulting in a gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

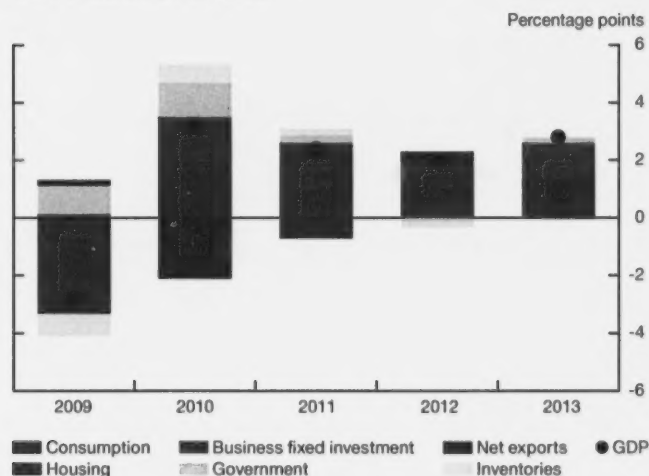
Table 2: Contributions to average annual real GDP growth
Percentage points^a

	2010	2011	2012	2013
Consumption	2.0 (2.0)	1.1 (1.0)	1.1 (1.2)	1.4 (1.4)
Housing	0.7 (0.7)	0.2 (0.1)	0.3 (0.0)	0.2 (0.1)
Government	1.2 (1.2)	0.3 (0.3)	-0.1 (-0.1)	0.2 (0.3)
Business fixed investment	0.8 (0.8)	1.3 (1.4)	0.6 (0.7)	1.0 (1.0)
Subtotal: Final domestic demand	4.7 (4.7)	2.9 (2.8)	1.9 (1.8)	2.8 (2.8)
Exports	1.8 (1.8)	1.3 (1.2)	1.1 (0.9)	1.0 (1.1)
Imports	-4.0 (-4.0)	-2.0 (-2.1)	-0.8 (-0.7)	-1.0 (-1.0)
Subtotal: Net exports	-2.1 (-2.1)	-0.7 (-0.9)	0.3 (0.2)	0.0 (0.1)
Inventories	0.6 (0.6)	0.2 (0.2)	-0.2 (-0.1)	0.0 (0.0)
GDP	3.2 (3.2)	2.4 (2.1)	2.0 (1.9)	2.8 (2.9)
Memo items:				
Potential output	1.6 (1.6)	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)
Real gross domestic income (GDI)	5.0 (5.0)	3.4 (2.8)	1.9 (1.1)	3.0 (3.6)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2011 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

Chart 24: Private domestic demand is projected to account for most of the economic growth in Canada

Contributions to real GDP growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

financial outlook, which dampens private domestic demand through confidence and financial channels, and weaker projected growth in foreign activity, which depresses Canadian exports.

Household expenditures—the combination of consumer spending and residential investment—are now projected to grow at a steady pace through 2013, which is a stronger outlook than in the October *Report*. The Bank continues to expect that consumption will grow at a rate slightly below the projected moderate growth in personal disposable income (**Chart 25**), resulting in a modest rise in the savings rate. Residential investment is, however, now expected to remain strong, owing to its greater-than-anticipated momentum in the second half of last year and favourable mortgage financing conditions.

This outlook for household expenditures is stronger than in the October Report

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada^a

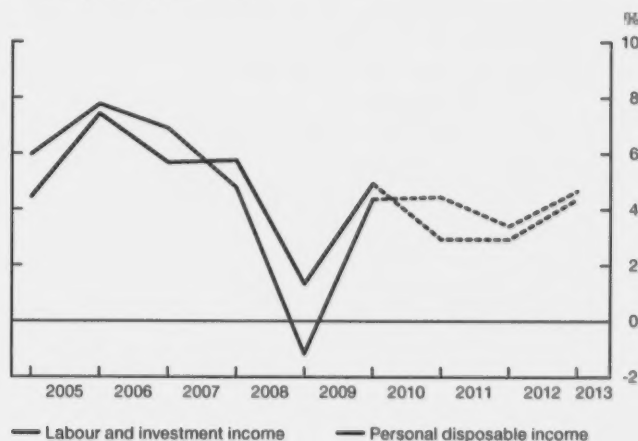
	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 (3.1)	3.5 (3.6)	-0.5 (-0.4)	3.5 (2.0)	2.0 (0.8)	1.8 (1.9)	1.8 (2.5)	2.1 (3.0)	2.6 (3.0)	3.1 (3.0)	3.1 (3.0)	3.0 (3.0)	2.8 (3.0)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 (3.3)	2.8 (2.9)	2.1 (2.2)	2.4 (2.1)	2.1 (1.5)	1.7 (1.1)	2.3 (1.8)	1.9 (2.1)	2.1 (2.6)	2.4 (2.9)	2.7 (3.0)	2.9 (3.0)	3.0 (2.9)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.3 (1.3)	1.6 (1.6)	1.9 (1.9)	2.2 (2.0)	2.1 (1.8)	2.0 (1.7)	1.9 (1.7)	1.7 (1.6)	1.9 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.6 (2.6)	3.4 (3.4)	3.0 (3.0)	2.8 (2.7)	2.2 (1.9)	1.5 (1.0)	1.7 (1.2)	1.7 (1.5)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)	3.0 (3.0)	2.7 (2.6)	2.1 (1.9)	1.4 (1.0)	1.6 (1.2)	1.6 (1.5)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (90)	94 (85)	101 (87)	102 (87)	102 (87)	101 (88)	100 (88)	99 (88)	98 (88)	98 (88)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 January 2012.

Chart 25: Growth in personal disposable income is projected to be moderate

Percentage change, annual data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

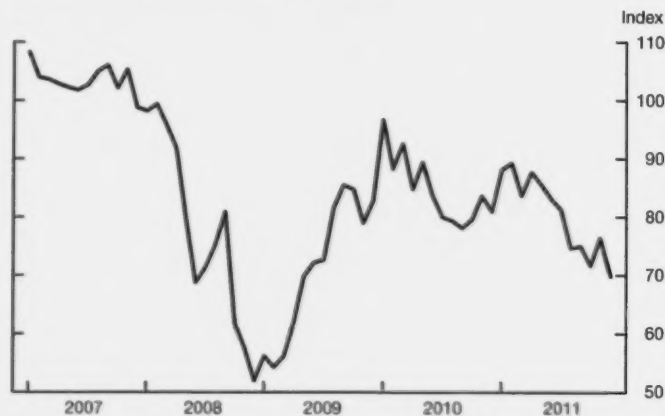
Confidence effects stemming from the weaker and more uncertain global outlook are projected to exert only a modest dampening effect on Canadian household spending (**Chart 26**). Reflecting the upwardly revised profile for residential investment, household expenditures are now expected to remain high relative to GDP over the projection horizon (**Chart 27**) and the ratio of household debt to income is projected to rise further.

The underlying pace of growth in business fixed investment has moderated in recent quarters from the robust rate seen through 2010 and early 2011, consistent with the adverse impact of heightened uncertainty on business confidence. While this headwind is expected to persist in coming quarters, other fundamentals supporting business investment in Canada remain extremely favourable, particularly very stimulative financial conditions, solid Canadian corporate balance sheets (**Chart 28**), heightened competitive pressures and relatively high commodity prices. Moreover, significant scope remains to make up for the unusually sharp decline in investment

Fundamentals supporting business investment in Canada remain favourable

Chart 26: Consumer confidence in Canada has declined in recent months

All respondents; index: 2002 = 100, monthly data

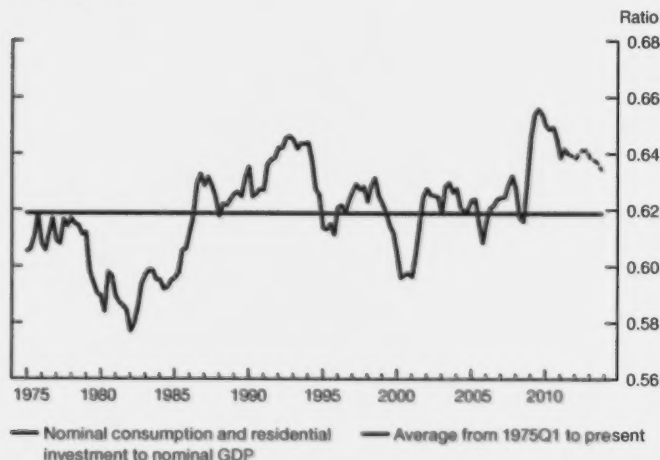


Source: Conference Board of Canada

Last observation: December 2011

Chart 27: The share of household expenditures in GDP is now expected to remain elevated

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

experienced during the recession. As a result, the Bank expects relatively solid growth in business fixed investment through 2012, with some further strengthening in 2013 as confidence recovers (**Chart 29**). This projection is consistent with the Bank's winter *Business Outlook Survey*, which showed that investment intentions remain strongly positive despite indications from a number of firms that ongoing financial market volatility and global economic uncertainty had affected their investment plans.

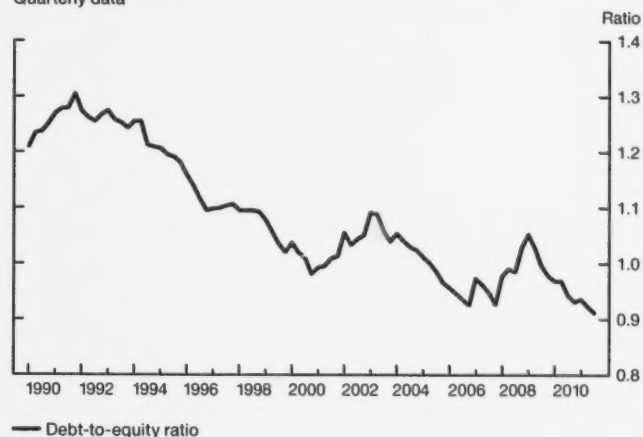
The contribution of government spending to real GDP growth is assumed to be very modest over the projection horizon, in line with fiscal plans of federal and provincial governments to consolidate spending.

Foreign activity has been stronger in recent months than the Bank had previously expected, particularly in the United States, contributing to a more favourable outcome for Canadian exports. Going forward, however, foreign activity is projected to grow slightly more slowly than anticipated in the

Foreign activity has been stronger in recent months than the Bank had previously expected

Chart 28: With leverage at historic lows, non-financial firms are well positioned to invest

Quarterly data

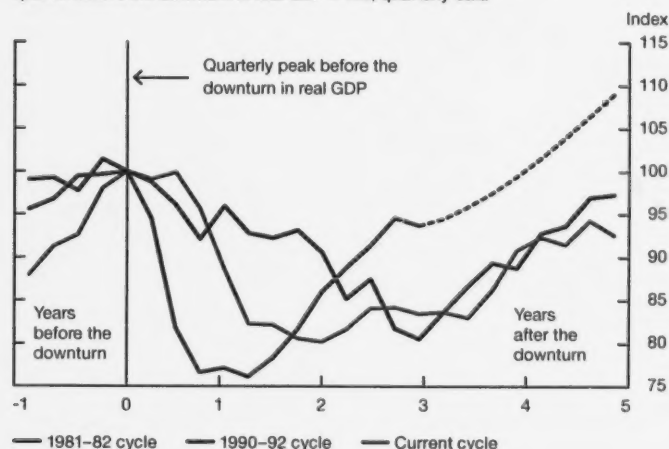


Source: Statistics Canada

Last observation: 2011Q3

Chart 29: Business fixed investment is projected to grow faster once some of the heightened uncertainty starts to dissipate

Comparison of real business fixed investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

October Report. In addition, competitiveness remains a challenge for Canadian firms. Unit labour costs in Canada have continued to increase relative to those in the United States over the past year, resulting in a cumulative gap of almost 40 per cent between the beginning of 2005 and the third quarter of 2011 (**Chart 30**). While the appreciation of the Canadian dollar accounts for most of this deterioration in competitiveness, about one-quarter of it is due to the productivity underperformance of Canadian firms. Reflecting these competitiveness challenges and the moderate projected growth in foreign activity, the Bank expects relatively modest growth in Canadian exports through 2013. With imports anticipated to grow at nearly the same pace, net exports contribute little to real GDP growth in Canada over the projection horizon, and the current account deficit remains significant at around 3 per cent of GDP (**Chart 31**).

Competitiveness remains a challenge for Canadian firms

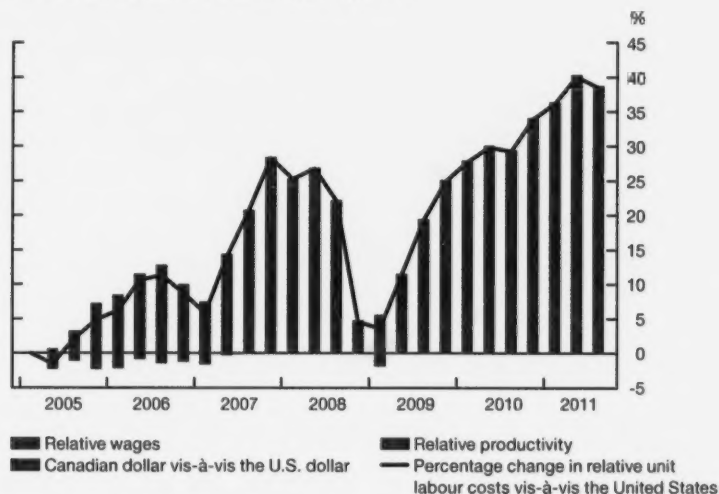
Net exports contribute little to real GDP growth in Canada over the projection horizon

The economy is anticipated to return gradually to full capacity by the third quarter of 2013

Overall real GDP in Canada is projected to grow at a pace close to the estimated growth rate of potential output in 2012, leaving the current degree of economic slack to persist in coming quarters.⁶ With the pace of real GDP growth subsequently picking up to a rate somewhat above potential, the economy is anticipated to return gradually to full capacity by the third quarter of 2013, one quarter earlier than expected in the *October Report*. In this regard, the Canadian economy is projected to operate with slightly less slack throughout the projection horizon than indicated in the October base-case scenario, reflecting the slightly higher level of economic activity seen recently.

Chart 30: Canadian firms are losing competitiveness

Contribution of various factors to the change in Canada's relative unit labour costs vis-à-vis those in the United States, quarterly data

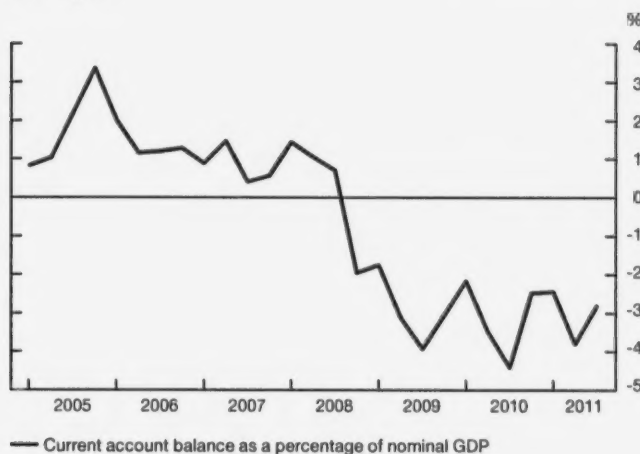


Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations

Last observation: 2011Q3

Chart 31: Canada's current account balance has declined substantially in recent years

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2011Q3

⁶ As discussed in Technical Box 2 of the *October Report*, the base case assumes that Canada's potential output will grow by 2.0 per cent in 2012 and by 2.1 per cent in 2013.

Inflation

Core CPI inflation was 2.1 per cent in October and November, up from 1.9 per cent in the third quarter and 1.5 per cent in the first half of 2011. As anticipated, this increase partly reflected the dissipation of the effect of the HST on year-over-year core inflation,⁷ as well as the lagged effects of higher world prices for agricultural products on the prices of food and clothing. Despite higher core inflation, total CPI inflation has come down from its peak of 3.4 per cent in the second quarter of 2011, as anticipated, reflecting some moderation in gasoline prices together with the unwinding of the direct effects on year-over-year inflation of the introduction of the HST in the third quarter of 2010.

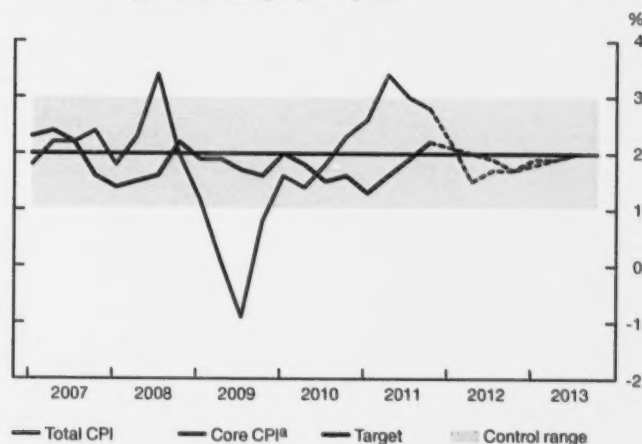
Inflation expectations have remained well anchored. The January Consensus Economics forecast for total CPI inflation in 2012 and 2013 was 2.0 per cent. As reported in the Bank's winter *Business Outlook Survey*, 92 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also remain consistent with the 2 per cent inflation-control target.

Core inflation is projected to moderate through 2012 to a level somewhat below 2 per cent (**Chart 32**), as excess supply persists and the effects of higher prices for food and clothing on year-over-year inflation unwind. Total CPI inflation is projected to continue to decline to around 1.5 per cent by mid-2012, reflecting lower core inflation as well as the gradual impact on gasoline prices of the decline in world oil prices from their peak in the second quarter of 2011. Both total and core inflation are expected to start to rise gradually by the end of 2012, reaching 2 per cent by the third quarter of 2013 as excess supply in the economy is slowly absorbed, the growth of labour compensation increases modestly and inflation expectations remain well anchored.

Core inflation is projected to moderate through 2012 ... while total CPI inflation is projected to continue to decline to around 1.5 per cent by mid-2012

Chart 32: Total and core CPI inflation in Canada are projected to fall temporarily below 2 per cent in 2012

Year-over-year percentage change, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

⁷ The introduction of the HST in Ontario and British Columbia in July 2010 had a dampening effect, amounting to 0.3 percentage points, on core inflation through tax refunds passed on by businesses. This effect was smaller than the direct positive effect of the introduction of the HST, which was reflected in total CPI inflation, and resulted in a boost to total inflation between the third quarter of 2010 and the second quarter of 2011. Both of these temporary effects have since unwound, pushing core inflation up and total inflation down.

Both total and core inflation are expected to reach 2 per cent by the third quarter of 2013

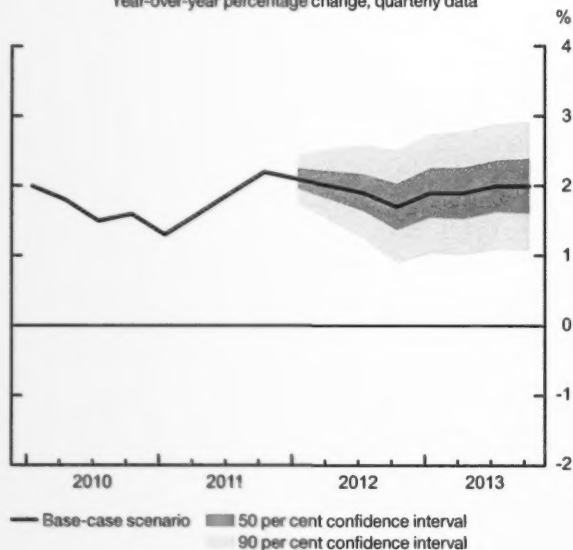
These inflation dynamics are similar to those anticipated in the October Report, although the overall inflation profile is marginally firmer in this projection, partly reflecting some expected persistence in the slightly higher-than-anticipated prices observed recently for motor vehicles and electricity. These upside surprises have resulted in slightly higher-than-expected core inflation in recent months, the persistence of which is consistent with an economy estimated to be operating with somewhat less economic slack since mid-2011 than previously anticipated. A slightly higher profile for oil prices than previously assumed is also incorporated, as is the estimated impact of the increase in the Quebec Sales Tax.⁸

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 33** and **Chart 34** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the first quarter of 2012 to the end of 2013.⁹

Chart 33: Projection for core CPI inflation

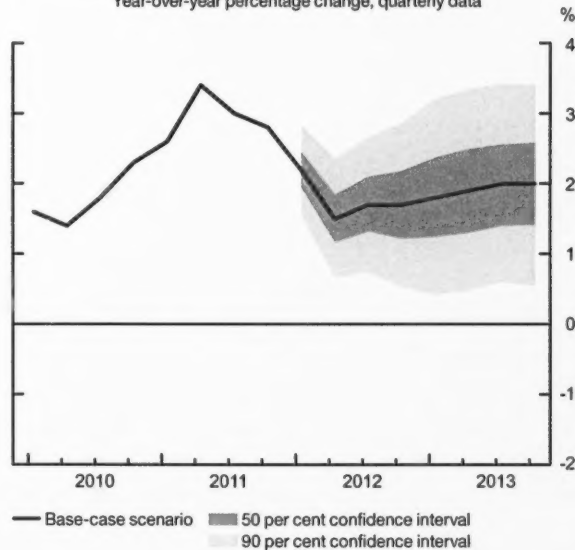
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

Chart 34: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

⁸ The increase in the Quebec Sales Tax in January 2012, from 8.5 per cent to 9.5 per cent, will boost total CPI inflation by an estimated 0.1 percentage point in 2012.

⁹ Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; key word search: fan charts.

Risks to the Outlook

The inflation outlook in Canada is subject to significant risks. In particular, the Bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

- Global inflationary pressures could be more persistent than currently projected if growth in emerging-market economies does not decelerate to more sustainable levels or if potential output in advanced economies is lower than projected.
- Recently observed strength in U.S. consumption could be more persistent than anticipated and fiscal policy could exert a smaller-than-anticipated drag on growth in the latter part of the projection.
- Residential investment in Canada has been stronger than expected and household expenditures could have more momentum than currently projected.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

- Failure to contain the crisis in Europe is the most serious risk facing the global and Canadian economies. The effects on Canada through financial, confidence and trade channels would be substantial, given the size and importance of the euro area to the global economy.
- High household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

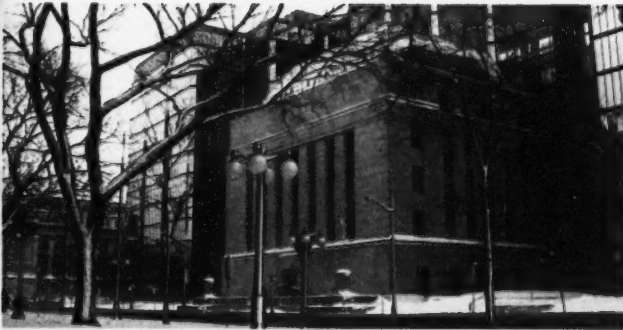
Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2012



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada¹

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour². Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de

l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est symétrique et flexible

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2012

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 13 janvier 2012.

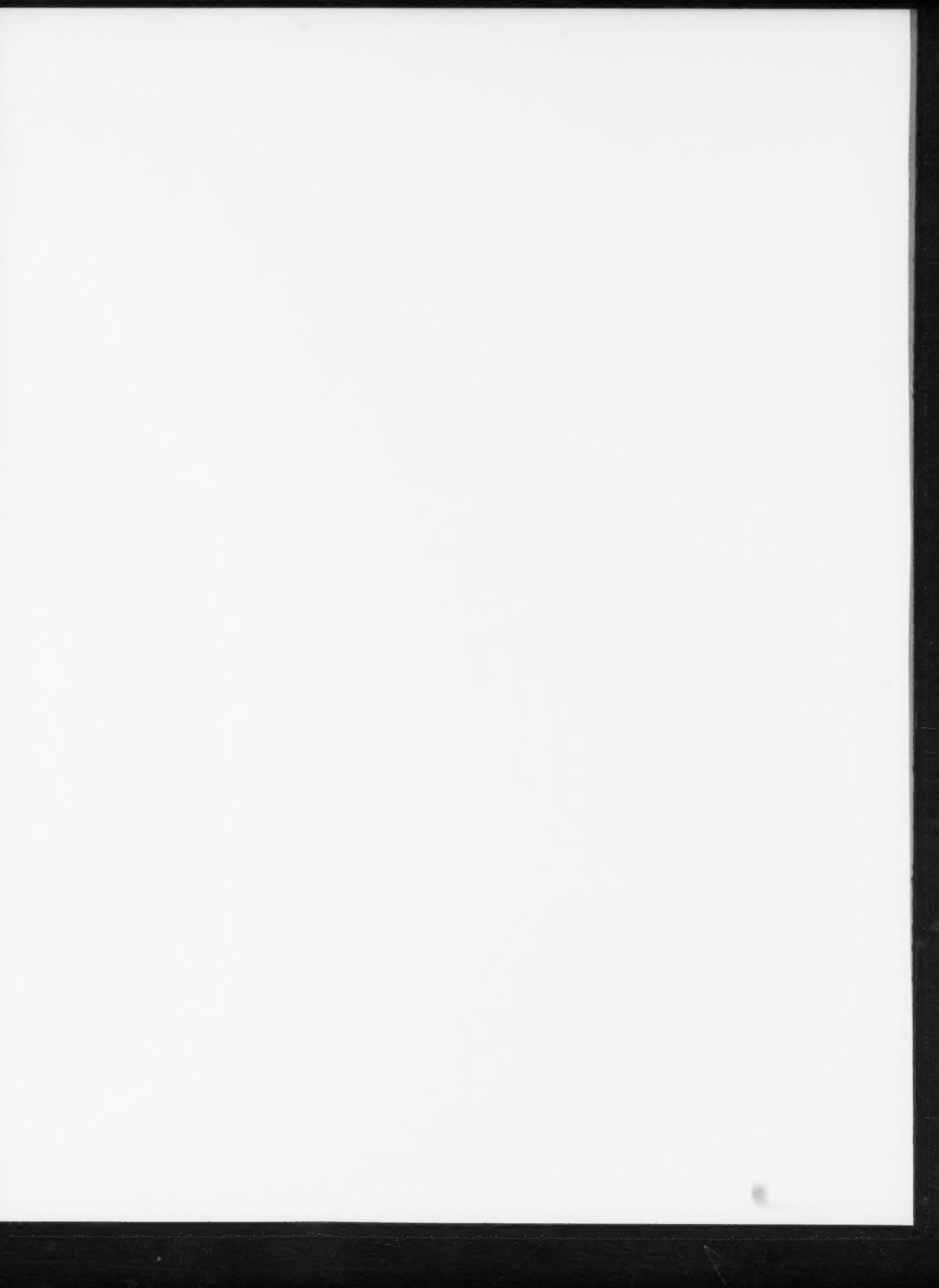
Aujourd'hui, les tendances démographiques se sont inversées, la croissance de notre productivité a ralenti et le monde est en plein processus compétitif de désendettement. Nous pourrions donner l'impression de prospérer pendant un certain temps en consommant au-delà de nos moyens. Il se peut que les marchés nous permettent de le faire pendant plus longtemps que nous ne le devrions. Seulement, si nous cédon à la tentation, nous serons confrontés nous aussi à la longue à des ajustements pénibles. Il vaut mieux procéder à un rééquilibrage dès maintenant alors que nous sommes dans une position de force, afin d'atteindre un degré de compétitivité et de prospérité digne de notre pays.

— Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
12 décembre 2011
Toronto (Ontario)*

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale.....	3
La conjoncture financière mondiale.....	5
La zone euro	10
Les États-Unis	13
Les autres économies avancées.....	16
Les économies de marché émergentes.....	16
Les cours des produits de base.....	17
Les implications pour l'économie canadienne.....	18
L'économie canadienne.....	21
Les conditions financières	21
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	24
L'activité économique	26
L'inflation.....	32
Les risques entourant les perspectives.....	35
 Notes techniques	
Note technique 1 : Les conditions financières dans la zone euro et leurs retombées	8
Note technique 2 : L'austérité budgétaire dans la zone euro.....	11



Vue d'ensemble

Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis octobre. La crise de la dette souveraine en Europe s'est intensifiée, les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont resserrées et l'aversion pour le risque a augmenté. La Banque s'attend maintenant à ce que la récession en Europe soit plus profonde et dure plus longtemps qu'elle ne l'avait anticipé. La Banque suppose encore que les autorités européennes mettront en œuvre les mesures suffisantes pour contenir la crise, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. Aux États-Unis, même si le redressement du PIB réel au deuxième semestre de 2011 a été plus prononcé qu'escompté, la Banque prévoit que la reprise se poursuivra à un rythme plus modeste, en raison de la réduction du levier d'endettement des ménages qui est en cours, de l'assainissement budgétaire et des répercussions de la situation en Europe. En Chine, le rythme d'expansion ralentit comme prévu pour se rapprocher d'un niveau plus soutenable. Les cours des produits de base — à l'exception du pétrole — devraient se situer jusqu'à la fin de 2013 à des niveaux inférieurs à ceux qui avaient été anticipés en octobre.

Dans l'ensemble, les perspectives d'évolution de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées en octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un plus grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté pour la période à venir est plus modeste qu'envisagé précédemment, en raison surtout de la conjoncture extérieure. L'incertitude prolongée concernant le contexte économique et financier mondial atténuera probablement le rythme de croissance des investissements des entreprises, qui devrait toutefois demeurer solide. Les exportations nettes ne devraient apporter qu'une faible contribution à la croissance, compte tenu de la demande étrangère modérée et des défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien. Par contre, on s'attend à ce que les conditions financières très avantageuses soutiennent les dépenses de consommation et l'activité dans le secteur du logement. Les dépenses des ménages devraient rester élevées par rapport au PIB, et le ratio de la dette au revenu des ménages, augmenter davantage.

La Banque estime que le taux de croissance de l'économie s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. Même si le niveau de capacités inutilisées dans l'économie semble moins important qu'on ne l'avait supposé auparavant, étant donné le profil de croissance plus modeste de l'économie, celle-ci ne devrait tourner de nouveau à plein régime qu'au troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt qu'escompté en octobre.

La dynamique de l'inflation est similaire à celle prévue en octobre, même si le profil de l'inflation est un peu plus ferme. On prévoit que tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence baisseront en 2012, avant de remonter et d'atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013, l'offre excédentaire se résorbant lentement, la rémunération du travail progressant modestement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

Plusieurs risques importants, à la hausse et à la baisse, pèsent sur la projection relative à l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

Dans l'ensemble, la Banque juge que ces risques sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 janvier, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme le taux d'intérêt cible se situe près de creux historiques et que le système financier fonctionne bien, la détente monétaire en place au Canada est considérable. La Banque continuera à suivre de près la situation économique et financière au pays et à l'étranger, de même que l'évolution des risques, et à établir la politique monétaire de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

L'économie mondiale

Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en octobre (**Tableau 1**). La crise de la dette souveraine en Europe et les pressions connexes subies par le secteur bancaire se sont intensifiées, et les ramifications transmises à l'échelle du globe par les effets exercés sur le secteur financier, les échanges commerciaux et la confiance s'accroissent. Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont resserrées et l'aversion pour le risque a augmenté, ce qui pèse sur les perspectives de croissance économique mondiale. Les progrès limités sur le front du rééquilibrage de la demande dans le monde contribuent en outre au ralentissement à l'échelle du globe, la faible demande dans les grandes économies avancées n'étant pas suffisamment compensée par la demande accrue émanant des pays émergents. Dans l'ensemble, la croissance de l'économie mondiale devrait s'établir aux environs de 3 % par an en moyenne jusqu'à la fin de 2013.

Depuis octobre, les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2010	2011	2012	2013
États-Unis	21	3,0 (3,0)	1,8 (1,7)	2,0 (1,7)	2,2 (3,3)
Zone euro	16	1,8 (1,7)	1,5 (1,5)	-1,0 (0,2)	0,9 (1,5)
Japon	6	4,5 (4,0)	-0,8 (-0,6)	1,9 (2,0)	1,7 (2,5)
Chine	11	10,4 (10,4)	9,1 (9,1)	8,2 (8,2)	8,0 (8,2)
Autres pays	46	5,8 (5,7)	4,2 (4,3)	3,1 (3,3)	3,2 (3,4)
Ensemble du monde	100	5,2 (5,1)	3,7 (3,8)	2,9 (3,1)	3,3 (3,7)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2010.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2011.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

On s'attend maintenant à ce que la récession dans la zone euro dure plus longtemps et soit un peu plus profonde qu'anticipé dans le *Rapport* d'octobre, du fait du durcissement des conditions du crédit, des mesures d'austérité budgétaire additionnelles et des effets plus négatifs s'exerçant sur la

On s'attend maintenant à ce que la récession dans la zone euro dure plus longtemps et soit un peu plus profonde.

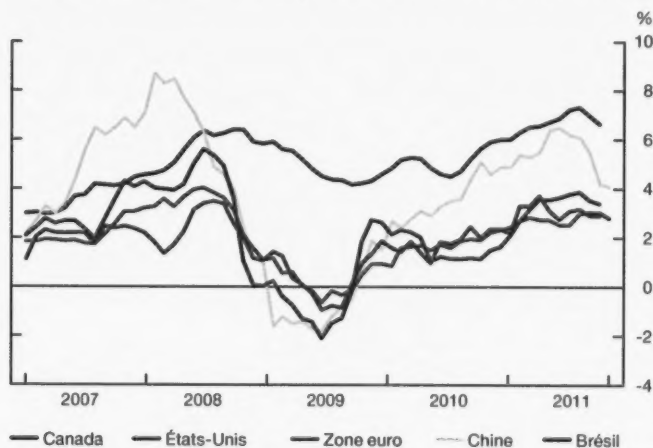
Aux États-Unis, la conjoncture économique s'est améliorée ces derniers mois.

confiance. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les autorités européennes prendront les mesures nécessaires pour contenir la crise et ainsi soutenir une reprise graduelle de la croissance économique à partir de la fin de 2012. Aux États-Unis, la conjoncture économique s'est améliorée ces derniers mois, comme en font foi une progression du PIB réel supérieure aux attentes au deuxième semestre de 2011 et un certain regain de confiance des consommateurs. Cependant, l'expansion de l'activité économique aux États-Unis devrait être relativement modeste jusqu'à la fin de 2013, en raison de la réduction du levier d'endettement des ménages qui est en cours, de l'assainissement budgétaire et des retombées négatives de la crise européenne. La croissance a ralenti dans les économies de marché émergentes, comme prévu, et devrait se modérer encore pour atteindre un rythme plus soutenable — bien que toujours robuste — en réaction au resserrement passé des politiques monétaires nationales et à l'affaiblissement de la demande mondiale. Le recul des prix des produits de base au second semestre de 2011 et la baisse de l'activité économique mondiale ont commencé à atténuer les pressions inflationnistes (**Graphique 1**).

Compte tenu des perspectives de croissance modérées et de la diminution des pressions inflationnistes, les banques centrales de certaines économies avancées ont accentué la détente monétaire en abaissant leurs taux directeurs ou en procédant à de nouvelles opérations d'assouplissement quantitatif (**Graphique 2** et **Graphique 3**). Elles ont également adopté des mesures additionnelles d'octroi de liquidités visant à soutenir le système financier. Les banques centrales de certains pays émergents ont aussi commencé à assouplir la politique monétaire, inversant ainsi le durcissement opéré précédemment.

Graphique 1 : Les pressions inflationnistes ont commencé à diminuer à l'échelle du globe

Taux de variation sur douze mois des prix à la consommation, données mensuelles

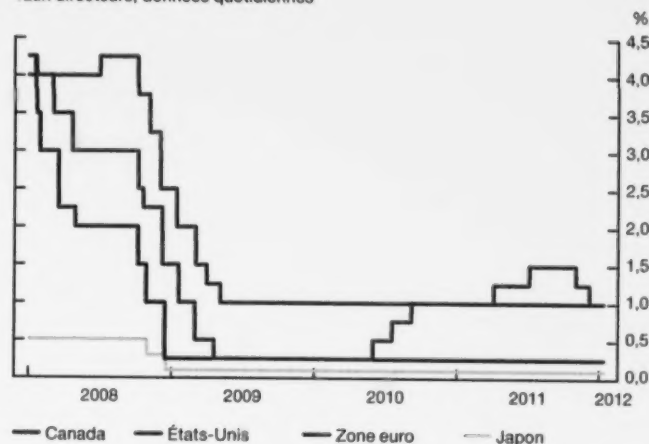


Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Bureau national des statistiques de Chine et Institut brésilien de géographie et de statistique

Dernières observations : novembre et décembre 2011

Graphique 2 : Les banques centrales de certaines économies avancées ont accentué la détente monétaire

Taux directeurs, données quotidiennes



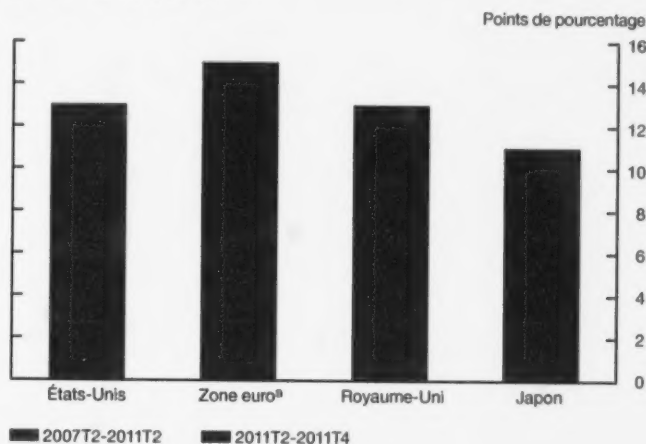
Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 13 janvier 2012

Graphique 3 : Certaines banques centrales ont encore augmenté la taille de leur bilan

Variation de l'ensemble des actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs



a. Cette colonne illustre les changements apportés aux bilans de la Banque centrale européenne et des banques centrales des États membres ayant adopté l'euro.

Sources : Bureau of Economic Analysis et Réserve fédérale des États-Unis, Eurostat, Banque centrale européenne, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Banque d'Angleterre, Bureau du Cabinet (gouvernement du Japon) et Banque du Japon

Dernière observation : 2011T4

La conjoncture financière mondiale

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont resserrées au cours des derniers mois, du fait de l'aggravation de la crise de la dette souveraine dans la zone euro et de la persistance de pressions élevées dans le secteur bancaire. Les tensions au sein des marchés des titres d'État de la zone euro se sont accrues depuis la publication du *Rapport* d'octobre. Les écarts de taux sur les obligations ont augmenté dans certaines des plus

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont resserrées au cours des derniers mois.

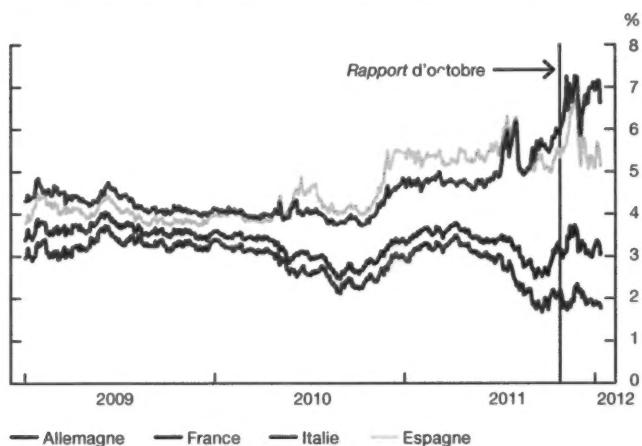
Les investisseurs se sont tournés vers des actifs plus sûrs et plus liquides.

importantes économies de la région et les rendements dans la plupart des États souverains périphériques ont atteint des niveaux inégalés depuis l'adoption de l'euro (**Graphique 4** et **Graphique 5**). Par contre, les rendements des obligations d'État aux États-Unis, en Allemagne et dans d'autres économies avancées ont continué de décliner, les investisseurs se tournant vers des actifs plus sûrs et plus liquides (**Graphique 6**).

Les conditions se sont en général détériorées sur les marchés mondiaux du financement bancaire à court terme, ce qui tient à l'évolution de la situation en Europe¹. En particulier, la plupart des banques européennes se sont vues privées de l'accès aux marchés du financement à terme non garanti

Graphique 4 : Les tensions au sein des marchés de financement de certaines des plus importantes économies de la zone euro se sont accrues...

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes

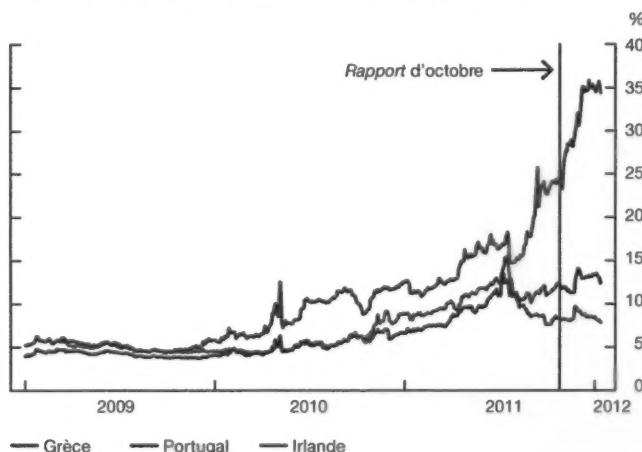


Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

Graphique 5 : ... tandis que les rendements obligataires de la plupart des États périphériques ont atteint des niveaux inégalés

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Nota : Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à neuf ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.

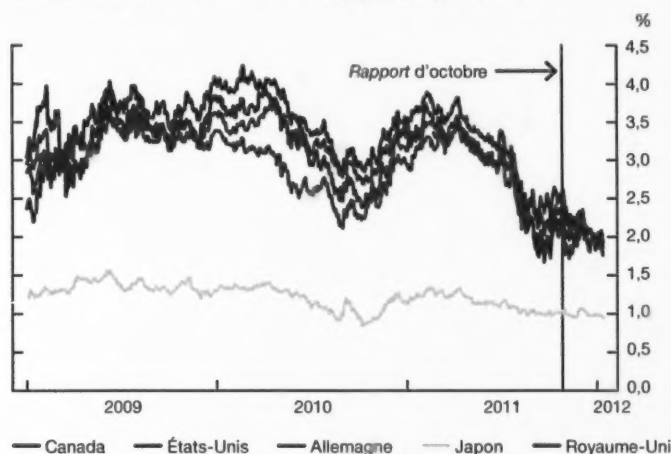
Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

¹ L'écart entre les taux interbancaires offerts et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour a atteint un sommet sans précédent depuis juillet 2009, tant aux États-Unis qu'en Europe.

Graphique 6 : Les rendements des obligations d'État des grandes économies avancées ont décliné depuis la parution du dernier Rapport

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

(Note technique 1), en raison de leur forte exposition à la dette souveraine de la zone euro et de leurs importants besoins de recapitalisation et de financement. Par conséquent, la Banque centrale européenne (BCE) a mis à la disposition du système bancaire européen davantage de liquidités, octroyées en contrepartie de garanties admissibles dont elle a élargi la liste, pour des périodes maximales de trois ans. Les banques européennes ont également eu beaucoup de mal à accéder à des fonds en dollars É.-U. pour financer leurs actifs libellés en monnaies étrangères. Pour atténuer ces difficultés de financement, les accords existants de swap temporaires en dollars É.-U. conclus entre la Réserve fédérale américaine et cinq grandes banques centrales ont été prolongés et le taux d'intérêt pratiqué dans le cadre de ces accords a été abaissé². Par mesure de précaution, ces banques centrales ont aussi convenu d'établir un réseau d'accords bilatéraux temporaires de swap de devises afin que des liquidités puissent être fournies dans chaque territoire dans chacune de leurs monnaies respectives si les conditions des marchés le justifient.

L'inquiétude grandissante des investisseurs s'est également répercutée sur d'autres catégories d'actifs, mais dans une moindre mesure. L'émission d'obligations de sociétés aux États-Unis s'est redressée depuis la parution du *Rapport* d'octobre, mais les écarts de crédit relatifs à celles-ci sont demeurés plus larges qu'au premier semestre de 2011. Les indices boursiers mondiaux sont à peu près au même point qu'à la fin d'octobre, mais ils ont affiché une volatilité considérable (Graphique 7), tandis que les sous-indices financiers européens se sont fortement repliés.

On s'attend à ce que la détérioration des conditions financières persiste pendant quelque temps encore et qu'elle se fasse sentir de plus en plus sur les ménages et les entreprises, qui verront les conditions du crédit se resserrer. Les conditions financières devraient s'améliorer en 2013, à la faveur d'un rebond de l'activité économique à l'échelle du globe.

La détérioration des conditions financières devrait persister pendant quelque temps encore.

² Les cinq grandes banques centrales sont la Banque centrale européenne et celles du Royaume-Uni, du Japon, de la Suisse et du Canada. Les accords de swap entre ces banques et la Réserve fédérale américaine ont été prolongés jusqu'au 1^{er} février 2013 et le taux pratiqué sur les tirages a été abaissé de 50 points de base.

Les conditions financières dans la zone euro et leurs retombées

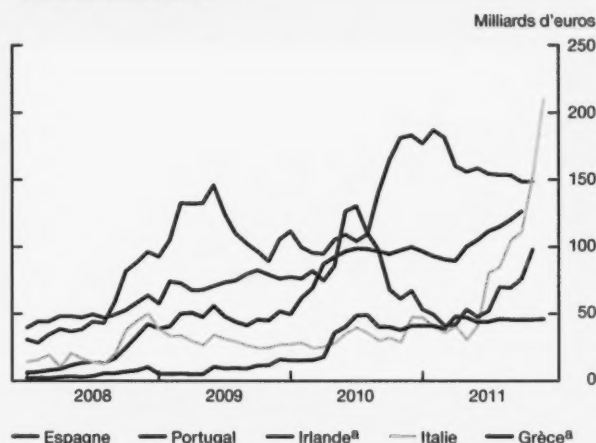
Les préoccupations quant à l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les banques européennes se sont amplifiées. Les banques des pays en crise ont emprunté massivement auprès de la Banque centrale européenne (BCE), car beaucoup d'entre elles n'ont pas accès aux marchés du financement non garanti (**Graphique 1-A**). La forte participation qu'a suscitée l'opération d'apport de liquidité d'une durée de trois ans menée par la BCE en décembre est un autre signe qu'un nombre croissant d'établissements de ce continent éprouvent des difficultés de financement. Ils ont également beaucoup de mal encore à se procurer des fonds en dollars É.-U., comme le montre la hausse du coût des emprunts dans cette devise sur le marché des swaps de change (**Graphique 1-B**).

Jusqu'ici, les retombées sur les marchés nord-américains du financement bancaire ont été relativement limitées. On observe néanmoins des signes d'une différenciation des taux d'intérêt auxquels les banques américaines peuvent se procurer des fonds sur les marchés du financement non garanti à terme. En outre, le prix et le calendrier de lancement des émissions de nouveaux titres obligataires ont été grandement influencés par les changements d'humeur des marchés mondiaux. Les banques canadiennes conservent un bon accès aux marchés du financement à moyen terme, tant en dollars canadiens qu'en dollars américains.

Jusqu'à maintenant, le principal effet des tensions en Europe sur les conditions financières mondiales a été une perte d'appétit généralisée pour les actifs risqués. Au cours de la période de projection, toutefois, on s'attend à ce que les retombées s'étendent et qu'elles se matérialisent par une aggravation des difficultés de financement, une érosion de la confiance et un resserrement de l'offre de crédit. La détérioration des conditions de financement, en particulier, devrait pousser les banques à restreindre l'accès au crédit des ménages et des entreprises en Europe et aux États-Unis, ce qui donnerait un coup de frein supplémentaire à la croissance économique¹.

Afin d'apaiser les inquiétudes entourant la solvabilité des banques, les autorités européennes ont exigé que celles-ci portent à 9 % le ratio de la composante dure des fonds propres de catégorie 1 d'ici la fin de juin 2012. Pour renforcer leurs fonds propres dans un contexte très peu favorable à la levée de capitaux auprès de sources privées, plusieurs banques du continent ont annoncé leur intention de vendre des actifs, notamment dans les secteurs qu'elles considèrent comme non stratégiques (tels que les activités sur les marchés de capitaux, les services de banque d'investissement

Graphique 1-A : Les banques des pays en crise de la zone euro ont emprunté massivement auprès de la Banque centrale européenne

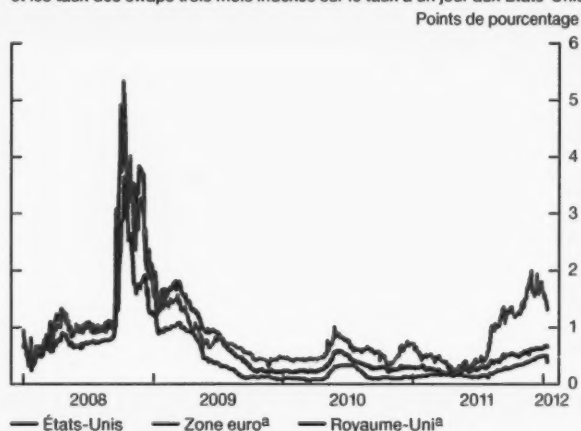


a. Les chiffres de l'Irlande et de la Grèce comprennent les liquidités obtenues au moyen d'opérations de refinancement et celles fournies par la banque centrale du pays dans le cadre de programmes d'octroi de liquidités d'urgence.

Sources : banques centrales d'Espagne, du Portugal, d'Irlande, de Grèce et d'Italie
Dernières observations : décembre 2011 (Italie et Portugal); novembre 2011 (Espagne et Irlande); octobre 2011 (Grèce)

Graphique 1-B : Les tensions sont vives sur les marchés du financement en dollars É.-U. où s'approvisionnent les banques européennes

Écarts entre les taux d'emprunt en dollars É.-U. à trois mois pour les banques et les taux des swaps trois mois indexés sur le taux à un jour aux États-Unis



a. Taux d'emprunt implicites
Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

¹ Selon l'enquête sur les conditions du crédit bancaire en zone euro dont les résultats ont paru en octobre 2011, les banques de la zone ont resserré leurs critères d'octroi de crédit.

(suite à la page suivante)

et l'octroi de crédits sur des marchés non prioritaires)². On prévoit que l'allègement du bilan des banques européennes influera sur les conditions financières et économiques, tant à l'intérieur de la zone euro qu'à l'échelle mondiale. Les pays de l'Europe de l'Est sont tout particulièrement vulnérables à un recul de l'offre de crédit, car les banques de l'ouest du continent fournissent près de 40 % du crédit dans ces économies (Tableau 1-A). Compte tenu du rôle non négligeable des établissements européens parmi les bailleurs de fonds des États-Unis, surtout en ce qui concerne le crédit aux entreprises, on

prévoit aussi une régression de l'offre de crédit dans ce pays. Cette chute, conjuguée à la baisse de la confiance et à l'assombrissement des perspectives économiques, devrait brider la croissance des investissements des entreprises³.

De façon générale, on s'attend à ce que la crise de la zone euro entrave considérablement la progression de l'activité en abaissant le PIB mondial d'un peu plus de 1 %, dont des réductions de 0,8 % aux États-Unis et de 0,6 % au Canada, d'ici la fin de 2012. Ces chiffres englobent les effets directs sur les échanges commerciaux et les retombées indirectes imputables à la hausse des difficultés de financement, au recul de la confiance et au resserrement de l'offre de crédit.

2 L'Autorité bancaire européenne estime que les banques du continent sont en déficit de 114,7 milliards d'euros par rapport au ratio cible de 9 %. Ce nouveau chiffre est légèrement supérieur à l'estimation de 106 milliards d'euros rendue publique à la fin d'octobre; les banques allemandes sont celles qui connaissent la plus forte hausse. Si la seule stratégie retenue pour atteindre cette cible était la cession d'actifs (sans mobilisation de fonds ou recours aux bénéfices non répartis), les banques pourraient vendre pour atteindre cette cible jusqu'à 2,8 billions d'euros d'actifs.

3 Selon l'enquête menée par la Réserve fédérale auprès des responsables du crédit au troisième trimestre de 2011, il semble qu'à ce jour, on n'ait observé des signes de resserrement que dans les banques étrangères (en ce qui concerne leurs critères d'octroi de prêts à des entreprises commerciales et industrielles).

Tableau 1-A : Créances des banques européennes sur certains pays ou groupes de pays (2011T2)

Ensemble des créances sur l'étranger des banques européennes	Économies émergentes de l'Europe de l'Est ^a			Brésil, Russie, Inde et Chine			États-Unis		
	Total	Banques	Secteur privé non bancaire	Total	Banques	Secteur privé non bancaire	Total	Banques	Secteur privé non bancaire
En pourcentage du crédit total ^b	38,0	4,6	23,3	6,4	1,6	3,4	17,6	3,3	10,7
En millions de dollars É.-U.	654 552	79 992	400 443	999 222	247 728	525 846	3 782 796	705 590	2 303 319

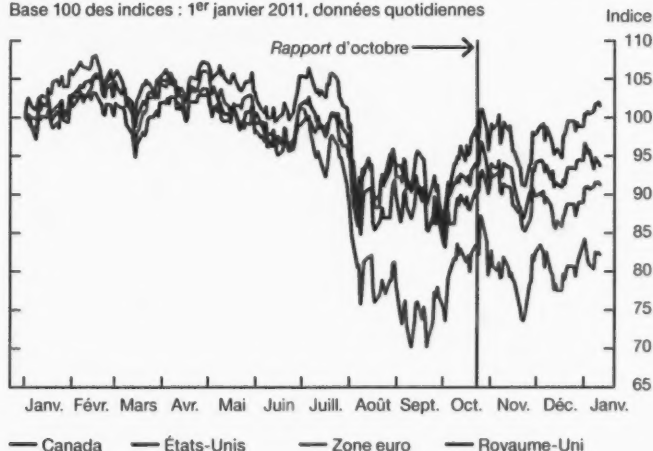
a. République tchèque, Pologne et Turquie

b. Le crédit total correspond à la somme du crédit intérieur (données du FMI) et des créances totales sur l'étranger des 24 pays considérés (données de la BRI).

Sources : Statistiques financières internationales du FMI et Banque des Règlements Internationaux

Graphique 7 : Les indices boursiers ont affiché une volatilité considérable depuis octobre

Base 100 des indices : 1^{er} janvier 2011, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

Selon des indicateurs économiques récents, la zone euro est entrée en récession.

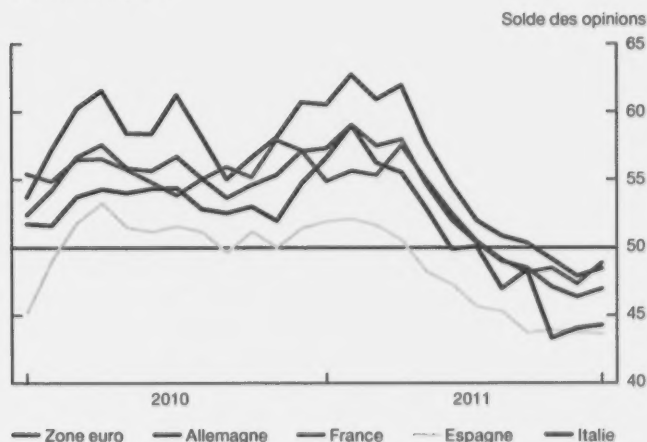
La zone euro

Selon des indicateurs économiques récents, la zone euro est entrée en récession au quatrième trimestre de 2011. Les indices des directeurs des achats sont passés sous le seuil qui marque la frontière entre croissance et contraction de l'activité (**Graphique 8**), et les indicateurs de confiance sont descendus à des niveaux qu'on observe normalement durant les récessions. Les taux de chômage ont commencé à grimper (surtout dans les pays périphériques), à partir de niveaux déjà élevés. La dégradation de la conjoncture économique et la hausse des coûts d'emprunt ont affaibli davantage les finances publiques et exacerbé les craintes au sujet de la situation financière des banques, même si certains pays, dont la France, l'Italie et l'Espagne, ont adopté de nouvelles mesures d'austérité budgétaire et de réforme structurelle (**Note technique 2**). Aux prises avec des coûts de financement plus élevés, les banques européennes restreignent l'accès au crédit et relèvent les taux d'intérêt sur les prêts aux entreprises et aux ménages (**Graphique 9**). Les interactions négatives entre la faiblesse de l'économie, les vulnérabilités liées à la dette souveraine et les tensions dans le secteur financier se sont donc consolidées davantage. L'offre excédentaire croissante et le recul des prix des produits de base devraient contribuer à atténuer les tensions inflationnistes dans la majeure partie de la région.

En plus de mener des interventions visant à soutenir le système financier, la BCE a abaissé son taux directeur de 50 points de base vu le récent fléchissement de l'activité économique. Dans le but de restaurer la stabilité financière et la confiance, les autorités publiques européennes ont annoncé la mise en place d'initiatives, dont un programme d'allègement accru de la dette grecque détenue par le secteur privé, le relèvement des ratios de fonds propres de catégorie 1 auxquels sont soumises les banques, le devancement de l'entrée en vigueur du Mécanisme européen de stabilité et l'adoption d'un nouveau pacte budgétaire destiné à accroître la rigueur à ce chapitre³.

Graphique 8 : Les indices des directeurs d'achat font état d'une contraction de l'activité dans la zone euro

Indices des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier, données mensuelles



Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite qui montre les conditions du secteur manufacturier. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique une amélioration (détérioration) de la situation générale dans ce secteur par rapport au mois précédent.

Source : Markit

Dernière observation : décembre 2011

³ Les États membres de la zone euro seraient tenus de maintenir leur déficit structurel annuel à un maximum de 0,5 % du PIB. Cette règle n'a pas encore été ratifiée à l'intérieur de chacun des pays.

L'austérité budgétaire dans la zone euro

Le niveau de la dette publique de l'ensemble de la zone euro est inférieur à celui des États-Unis et du Japon. Mais bon nombre de pays de la zone euro enregistrent des déficits publics élevés et un niveau de dette publique bien supérieur à 90 % du PIB¹. De même, si le déficit global de la balance courante de la zone est d'environ 0,5 % du PIB et s'accompagne d'une position extérieure nette légèrement négative, des contrastes marqués existent entre pays (**Tableau 2-A**). Certains pays périphériques en particulier ont accusé une position extérieure nette débitrice correspondant à plus de 20 % du PIB et des déficits de la balance courante considérables — souvent au-delà de 5 % du PIB; ces derniers ont toutefois fortement diminué au cours des récents mois.

Les niveaux élevés de la dette, le manque de compétitivité, les perspectives de croissance atone et la dégradation des finances publiques (imputable en partie aux pressions créées par le vieillissement anticipé de la population) ont fait grimper les coûts des emprunts d'État et mis, par conséquent, sous tension le secteur bancaire dans de nombreux pays de la zone euro. Pour retrouver l'équilibre budgétaire, la plupart des pays de la zone sont en train d'instituer d'autres mesures d'austérité et des réformes structurelles destinées à produire de la croissance et à assurer une trajectoire d'endettement viable². Les plans de rigueur annoncés comportent des réformes des

retraites, des relèvements d'impôts et des réductions des dépenses gouvernementales, notamment la baisse des effectifs du secteur public. Les compressions des dépenses gouvernementales représentent l'essentiel des efforts d'ajustement budgétaire programmés, mais dans plusieurs pays, des hausses substantielles d'impôt sont également mises en œuvre. Les réformes structurelles, annoncées ou en chantier, visent généralement à intensifier la concurrence sur le marché des biens et la flexibilité sur le marché du travail.

Les réformes budgétaires et structurelles finiront par consolider la croissance dans la zone euro en permettant de diminuer les coûts d'emprunt, d'améliorer la souplesse de l'économie et de renforcer la productivité. À brève échéance cependant, la croissance projetée au sein de la zone étant déjà faible, le durcissement budgétaire accentuera le ralentissement. Comme l'illustre le **Graphique 2-A**, l'austérité budgétaire bride la croissance du PIB de la zone euro dans les projections de la Banque en lui retranchant quelque 0,7 point de pourcentage en 2012, 1,5 point en 2013 et 0,8 point en 2014³. Dans ce contexte de demande en berne, le déplacement de la demande à l'échelle internationale (propre à favoriser un rebond des exportations européennes) sera indispensable au soutien de la croissance en zone euro durant cette période.

L'austérité a des retombées négatives qui peuvent aller au-delà d'un effet modérateur immédiat sur le PIB, car il y a un risque que les interactions défavorables entre la faible croissance économique, la baisse des recettes fiscales, les tensions dans

1 C. Reinhart et K. Rogoff observent que la dette commence à peser sur la croissance lorsqu'elle dépasse 90 % du PIB (« Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, n° 100, vol. 2, 2010, p. 573-578).

2 De plus, une plus grande discipline budgétaire est envisagée dans l'ensemble de l'Union européenne (UE), comme l'a montré le tout dernier sommet de l'UE qui s'est conclu sur un appel à l'adoption de nouvelles règles budgétaires et à l'exercice d'une surveillance plus centralisée des budgets nationaux.

3 Signalons que l'austérité budgétaire aura un effet négatif net sur la croissance relativement à un scénario dans lequel le report de l'assainissement budgétaire ne pèse pas sur la croissance.

(suite à la page suivante)

Tableau 2-A : Les déséquilibres internes dans la zone euro ont entraîné l'adoption d'importants programmes d'assainissement budgétaire

Pays	Déficit général des administrations publiques en % du PIB (2010)	Dette brute en % du PIB (2010)	Excédent/déficit moyen de la balance courante en % du PIB (2005-2010)	Écart de taux sur les obligations à 10 ans par rapport à l'Allemagne ^a (points de base)	Variation de cet écart depuis le 3 janvier 2011 ^a (points de base)	Ampleur totale des mesures d'ajustement budgétaire annoncées en % du PIB ^b (2012-2014)
Italie	4,5	119	-2	486	305	7
Irlande ^c	32,0	95	-3	476	-89	8
Espagne	9,2	60	-8	343	94	4 ^d
Grèce	10,4	143	-12	2 957	1 997	12
Portugal	9,1	93	-11	1 016	646	8
Allemagne	3,3	84	6	--	--	3
France	7,1	82	-1	130	88	4

a. Au 13 janvier 2012

b. Calcul effectué par la Banque du Canada sur la base des annonces faites par les États ainsi que des données du FMI et de l'Organisation de coopération et de développement économiques.

c. Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à 9 ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.

d. Ce chiffre ne reflète pas les annonces plus récentes, car on n'en connaît pas le détail.

Sources : FMI — base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (sept. 2011) — et Eurostat

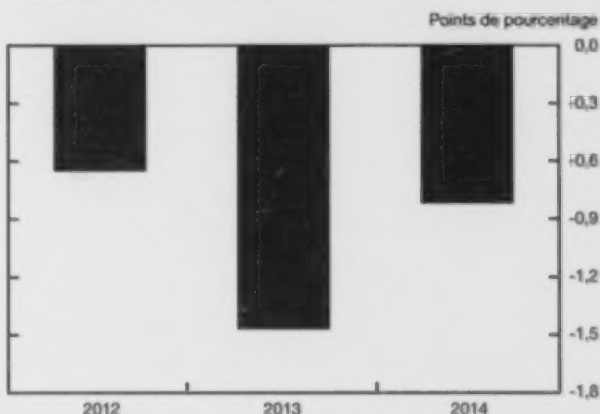
le secteur bancaire et la hausse des coûts d'emprunt s'aggravent. Les chocs négatifs sur la croissance viendront réduire les recettes fiscales et sont susceptibles d'accroître les coûts d'emprunt, provoquant un creusement des déficits publics et une augmentation des pressions sur les banques de la zone (du fait de l'ampleur de leurs expositions à la dette souveraine). Un tel scénario pourrait nécessiter un renforcement de l'austérité, ce qui freinerait davantage la croissance du PIB.

À l'inverse, si les États mettent en place des mesures d'assainissement budgétaire trop peu rigoureuses, des conséquences beaucoup plus graves pourraient s'ensuivre. La timidité des engagements à l'égard des réformes budgétaires et structurelles ou leur manque de crédibilité risque d'entamer la confiance des investisseurs et d'enclencher une escalade des coûts d'emprunt. Ce scénario amplifierait probablement la récession et entraînerait, à terme, des compressions budgétaires plus brutales, voire des dépréciations de créances.

Ce dilemme fait ressortir l'importance de la réalisation de réformes structurelles pour stimuler la croissance.

Graphique 2-A : Les mesures d'austérité budgétaire devraient réduire la croissance du PIB de la zone euro dans les années à venir

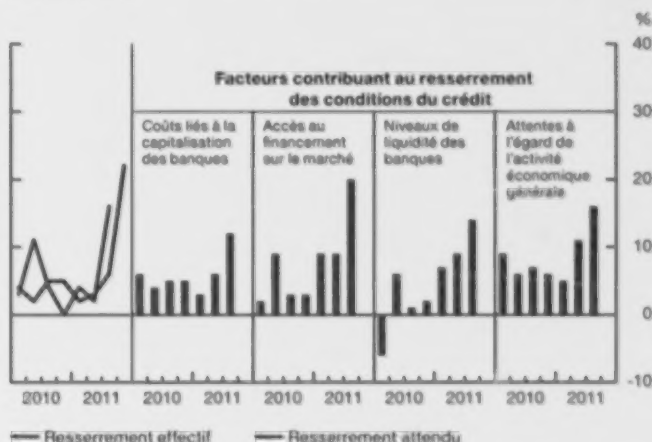
Contribution à la croissance du PIB réel (données annuelles)



Source : calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 9 : Les banques de la zone euro restreignent l'accès au crédit

Pourcentages nets des banques contribuant au resserrement des conditions du crédit aux entreprises



Nota : Graphique établi à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit menées auprès des banques de la zone euro (*Bank Lending Survey*). On entend par « resserrement effectif » le resserrement qui s'est déjà produit, tandis que le « resserrement attendu » renvoie au resserrement additionnel que les banques anticipent.

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : 2011T3

Les perspectives économiques dans la zone euro se sont assombries davantage depuis la parution du *Rapport* d'octobre et s'accompagnent encore d'une grande incertitude. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les autorités européennes mettront en œuvre les mesures suffisantes pour contenir la crise, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. La récession actuelle devrait durer quatre trimestres, l'activité économique devant reculer de près de 1,5 % entre le sommet et le creux du cycle. La détérioration des conditions financières, la

réduction du levier d'endettement des banques, l'assainissement budgétaire et les effets négatifs importants s'exerçant sur la confiance devraient entraîner une contraction de la demande intérieure en 2012, et la croissance des exportations devrait ralentir de façon marquée en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale. On s'attend toutefois à ce que la tenue de l'économie varie fortement d'un pays à l'autre, c'est-à-dire à une croissance modérée dans les grandes économies et à une contraction notable dans les pays périphériques. Une reprise modeste devrait s'amorcer dans la zone euro à la fin de 2012, grâce aux conditions financières qui commenceront à s'améliorer et à la confiance qui se rétablira progressivement par suite de la mise en œuvre des mesures de politique et des réformes structurelles requises. Dans l'ensemble, comparativement aux attentes énoncées dans le *Rapport* d'octobre, le niveau du PIB réel de la zone euro devrait être d'environ 1 % de moins à la fin de 2013.

Les États-Unis

L'activité économique aux États-Unis a récemment été plus vigoureuse que prévu. Stimulée par la hausse des dépenses de consommation et des investissements des entreprises, la croissance du PIB réel a atteint environ 2,5 % au second semestre de 2011. Malgré ce résultat supérieur aux attentes, on prévoit que la reprise aux États-Unis se poursuivra à un rythme plus modeste en 2012 et 2013, le taux de progression du PIB devant se situer en moyenne à environ 2 % par année, sous l'effet des vents contraires provenant de la réduction du levier d'endettement des ménages, de l'assainissement des finances publiques et des retombées de la crise européenne.

Les pressions inflationnistes devraient diminuer aux États-Unis, compte tenu de la baisse des prix des produits de base et de l'existence d'une offre excédentaire importante. La Réserve fédérale devrait donc maintenir des conditions monétaires très expansionnistes. La progression annuelle moyenne du PIB américain devrait être légèrement plus vigoureuse en 2012 que ce à quoi on s'attendait dans le *Rapport* d'octobre, ce qui reflète en grande partie le rebond de l'expansion au deuxième semestre de 2011 et la réduction du resserrement budgétaire. La croissance en 2013 devrait toutefois être beaucoup plus faible.

L'assainissement des finances publiques devrait brider la croissance du PIB réel des États-Unis en lui retranchant environ 0,8 point de pourcentage en 2012 et quelque 2,5 points en 2013 (**Graphique 10**). L'incidence estimative en 2012 est moindre qu'escompté dans le *Rapport* d'octobre, les perspectives étant plus favorables à une reconduction des baisses des cotisations sociales et du versement des prestations d'assurance-chômage, mesures qui devaient expirer à la fin de 2011⁴. L'effet modérateur estimé est toutefois plus prononcé en 2013, compte tenu de l'incidence de la compression des dépenses qui devrait se produire durant l'année⁵.

La progression de la consommation a été alimentée ces derniers mois par le recul des cours des produits de base par rapport aux sommets qu'ils avaient atteints il y a un an ainsi que par un regain de confiance chez les consommateurs et par l'augmentation de la disponibilité de véhicules automobiles chez les concessionnaires américains à la suite du

La croissance du PIB réel aux États-Unis a rebondi au second semestre de 2011, mais devrait se poursuivre à un rythme plus modeste.

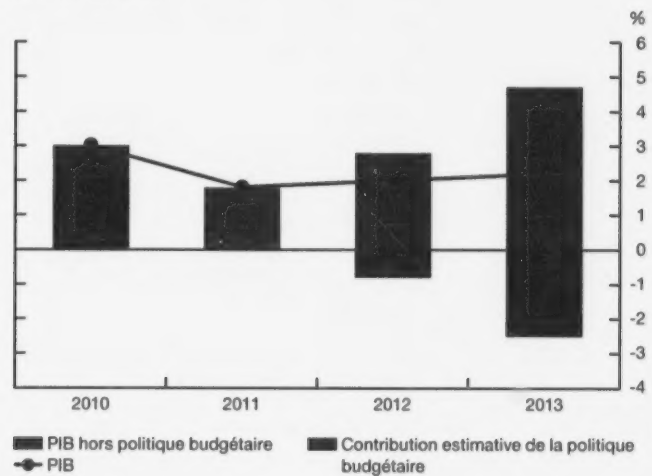
L'assainissement des finances publiques devrait brider la croissance du PIB réel américain.

⁴ Même si ces mesures ont été reconduites pour deux mois, la Banque suppose maintenant dans son scénario de référence qu'elles seront prolongées jusqu'à la fin de 2012.

⁵ En novembre 2011, la commission mixte du Congrès pour la réduction du déficit budgétaire a annoncé que ses membres n'avaient pas réussi à se mettre d'accord sur des mesures destinées à réduire le déficit budgétaire des États-Unis d'un minimum de 1,2 billion de dollars É.-U. au cours des neuf prochaines années. Par conséquent, une procédure de compressions obligatoires équivalant à ce montant a été entreprise. En vertu du Budget Control Act de 2011, ces réductions seront réparties également de 2013 à 2021.

Graphique 10 : L'assainissement des finances publiques devrait brider la croissance du PIB réel des États-Unis

Données annuelles



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures d'assainissement sur d'autres composantes de la demande globale.
Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

rétablissement des chaînes d'approvisionnement au Japon. La croissance du revenu disponible des particuliers est demeurée faible, cependant, et le taux d'épargne des ménages a chuté pour s'établir sous la fourchette de 5 à 6 %, dans laquelle, selon les attentes de la Banque, il devrait se situer pour permettre aux ménages d'assainir leurs bilans à moyen terme (**Graphique 11**). On s'attend donc à ce que la consommation progresse de façon plus modérée aux États-Unis tout au long de 2013, alors que les ménages continueront à s'efforcer de redresser leur situation financière dans un contexte où les conditions du marché du travail s'améliorent lentement et l'assainissement des finances publiques exerce encore un effet négatif sur les revenus (**Graphique 12**). En outre, les banques américaines devraient resserrer les conditions d'octroi de prêts aux consommateurs et aux entreprises en réaction à la montée des coûts de financement liée à la crise européenne.

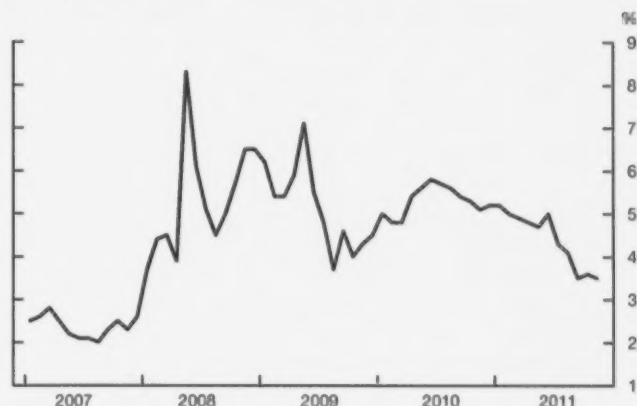
La construction de nouvelles maisons devrait rester faible pendant la majeure partie de 2012, du fait de l'accès restreint au crédit hypothécaire et de l'important parc de propriétés saisies. Le durcissement des conditions financières et les taux d'inoccupation élevés devraient aussi freiner la croissance de la construction non résidentielle au cours de cette période. On s'attend à un redressement modeste de la construction résidentielle et non résidentielle vers la fin de 2012, lorsque les conditions financières devraient commencer à s'améliorer.

Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient demeurer d'importants moteurs de la croissance aux États-Unis au cours de la période de projection, même si on anticipe une certaine diminution de leur contribution en 2012. De fait, même si elle est stimulée par la solidité financière des entreprises, la croissance des investissements des entreprises devrait être limitée pendant l'année par l'incertitude entourant les perspectives d'expansion future, par le resserrement des conditions financières et par les faibles taux d'utilisation des ressources.

Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient demeurer d'importants moteurs de la croissance aux États-Unis.

Graphique 11 : Le taux d'épargne des ménages américains a chuté pour s'établir sous le niveau qui leur permettrait d'assainir leurs bilans^a

Taux d'épargne (en pourcentage du revenu disponible des particuliers), données mensuelles



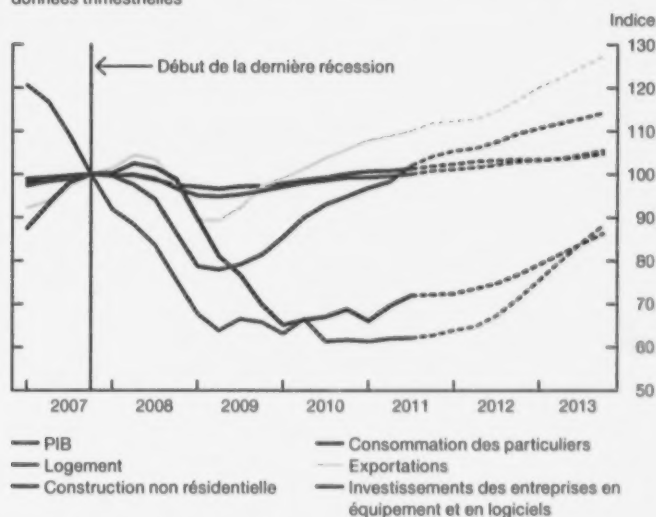
a. La Banque estime qu'un taux d'épargne de 5 à 6 % permettra aux ménages américains d'assainir leurs bilans au fil du temps.

Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Dernière observation : novembre 2011

Graphique 12 : La consommation devrait augmenter de façon modeste aux États-Unis tout au long de 2013

Base 100 de l'indice : 2007T4, en dollars américains enchaînés de 2005, données trimestrielles



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

Le rythme de progression des investissements des entreprises devrait s'accroître en 2013, une fois que ces effets commenceront à se dissiper.

On s'attend à ce que la croissance des exportations marque le pas en 2012, sous l'effet de l'affaiblissement de la progression de la demande mondiale ainsi que de l'appréciation récente du dollar É.-U., qui reflète en partie la quête des investisseurs internationaux pour la sécurité et la liquidité des titres du Trésor américain. Les exportations devraient se redresser un peu en 2013, toutefois, en réaction au raffermissement graduel de la demande extérieure.

La progression du PIB réel au Japon devrait se chiffrer en moyenne à moins de 2,0 % par année jusqu'à la fin de 2013, l'incidence positive de la reconstruction des infrastructures se faisant moins sentir.

Les autres économies avancées

Au Japon, l'activité alimentée par la reconstruction a contribué à faire grimper le taux de croissance du PIB réel à 5,6 % au troisième trimestre de 2011. La progression du PIB réel s'est fortement modérée au quatrième trimestre, cependant, et devrait se chiffrer en moyenne à moins de 2,0 % par année jusqu'à la fin de 2013, l'incidence positive de la reconstruction des infrastructures se faisant moins sentir. Parallèlement, le ralentissement de la demande extérieure et la vive appréciation récente du yen devraient brider la croissance des exportations. Pour faire face à la baisse de l'activité économique, la Banque du Japon a continué à élargir son programme d'achat d'actifs. La banque centrale est aussi intervenue sur les marchés des changes à la fin d'octobre pour limiter la hausse du yen.

La croissance du PIB réel dans les autres économies avancées a ralenti dernièrement et devrait être modérée au cours des prochains trimestres, sous l'influence d'un affaiblissement de la demande extérieure, d'un recul de la confiance des ménages et des entreprises et de l'effet négatif que continue d'exercer l'assainissement budgétaire. Afin de compenser la détérioration des conditions économiques, les autorités monétaires de certains pays, dont l'Australie, la Norvège et la Suède, ont abaissé leurs taux directeurs. Certaines économies qui entretiennent des liens commerciaux et financiers très étroits avec la zone euro pourraient connaître une récession. L'activité économique devrait s'accélérer vers la fin de 2012, à la faveur d'une reprise modeste de la croissance mondiale et d'un regain de confiance.

Les économies de marché émergentes

La croissance économique en Chine a décéléré, passant à 9,1 % au troisième trimestre de 2011, sous l'effet du resserrement antérieur de la politique monétaire et du ralentissement de la demande extérieure, en particulier celle émanant d'Europe, son principal partenaire commercial. Les actions menées par les autorités pour ralentir l'activité dans le marché du logement se sont traduites par un fléchissement de la demande de logements et par un recul des prix des propriétés. La baisse des prix des aliments a contribué à une diminution notable du taux d'inflation, qui s'est établi à 4,1 % en décembre, après avoir atteint un sommet de 6,5 % en juillet. En réaction à l'atténuation des pressions inflationnistes, les autorités chinoises ont assoupli la politique monétaire et, en décembre, abaissé le taux des réserves obligatoires des institutions financières de 50 points de base. On anticipe toutefois que la croissance du PIB réel ralentira pour se situer à quelque 8 % en 2012-2013. Les réformes structurelles et une appréciation modeste du taux de change réel de la monnaie chinoise devraient favoriser un déplacement progressif de la demande allant de l'investissement et des exportations vers la consommation.

Même si la croissance du PIB réel a décéléré quelque peu dans les autres économies émergentes en raison du ralentissement de la demande mondiale, elle devrait demeurer relativement vigoureuse, à la faveur de l'assouplissement de la politique monétaire. Ces perspectives généralement encourageantes sont toutefois assombries par les effets de l'aversion accrue pour le risque sur les marchés financiers internationaux, qui s'est soldée par des sorties de capitaux de certaines économies émergentes, ce qui laisse entrevoir un certain durcissement des conditions du crédit. On s'attend à ce que la croissance ralentisse particulièrement rapidement dans les pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Est, étant donné que leurs exportations sont dirigées principalement vers l'Europe et que leurs systèmes financiers sont largement dominés par les banques d'Europe de l'Ouest.

La croissance économique en Chine a décéléré, passant à 9,1 % au troisième trimestre.

En réaction à l'atténuation des pressions inflationnistes, les autorités chinoises ont assoupli la politique monétaire.

Les cours des produits de base

Les cours des produits de base non énergétiques n'ont guère varié depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Si les prix des métaux communs et des produits agricoles se sont légèrement raffermis ces dernières semaines après avoir baissé à la fin de 2011, ceux de l'ensemble des produits de base non énergétiques devraient se replier en 2012, en raison de l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie du globe. On s'attend à ce qu'ils remontent partiellement en 2013, lorsque le taux de croissance de la demande mondiale commencera à se redresser (**Graphique 13**). Ce profil d'évolution durant la période de projection est plus faible que celui anticipé en octobre.

L'évolution des cours des produits de base énergétiques a été contrastée ces derniers mois. Les prix du pétrole brut West Texas Intermediate (WTI) ont rebondi pour s'établir à environ 100 dollars É.-U. le baril, ce qui tient au faible niveau des stocks mondiaux et aux tensions géopolitiques. En outre, la possibilité accrue de réduire les réserves excédentaires de pétrole qui s'accumulent à Cushing a donné lieu à un rétrécissement de l'écart entre le cours du WTI et le cours du Brent, qui est passé de 24 dollars É.-U. le baril en octobre à environ 10 dollars É.-U. le baril. À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les prix du pétrole brut WTI devraient baisser légèrement d'ici la fin de 2013, mais se maintenir au-dessus des niveaux anticipés au moment de la parution du *Rapport* d'octobre (**Graphique 14**). Par contre, les prix du gaz naturel ont fortement reculé en Amérique du Nord en raison des températures exceptionnellement douces, dans un contexte d'offre excédentaire persistante. Ils devraient remonter d'ici la fin de 2013, selon la courbe la plus récente des cours à terme, mais demeurer inférieurs aux niveaux escomptés dans le *Rapport* d'octobre.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient se replier en 2012.

Les prix du gaz naturel ont fortement reculé en Amérique du Nord.

Graphique 13 : Les cours des produits de base non énergétiques n'ont guère varié depuis la parution du *Rapport* d'octobre, mais les prix du pétrole ont augmenté

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



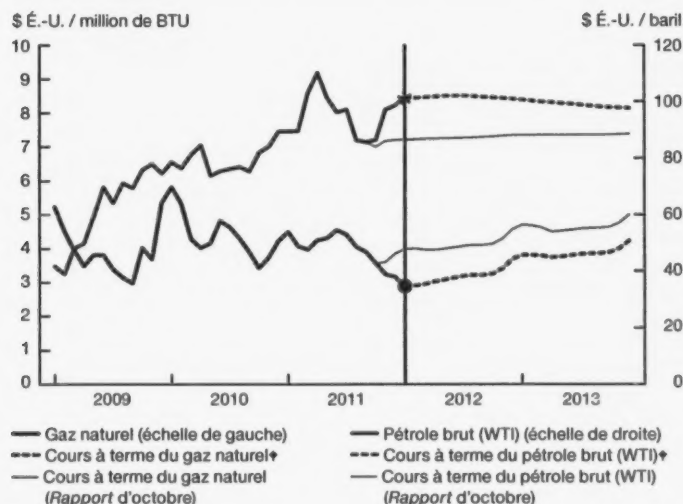
Nota : Les valeurs pour janvier 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 janvier 2012.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2012

Graphique 14 : Les prix du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2013, tandis que ceux du pétrole WTI devraient baisser

Données mensuelles



*Cours au comptant du pétrole brut (13 janvier 2012)

● Cours au comptant du gaz naturel (13 janvier 2012)

♦ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 13 janvier 2012

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour janvier 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 janvier 2012.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

La demande extérieure d'exportations canadiennes devrait s'accroître modérément en 2012.

La détérioration des conditions économiques en Europe a une incidence relativement modeste sur la mesure de l'activité étrangère.

L'IPPB devrait augmenter du fait de la montée des prix du gaz naturel mais demeurer légèrement inférieur aux niveaux prévus dans le Rapport d'octobre.

Les implications pour l'économie canadienne

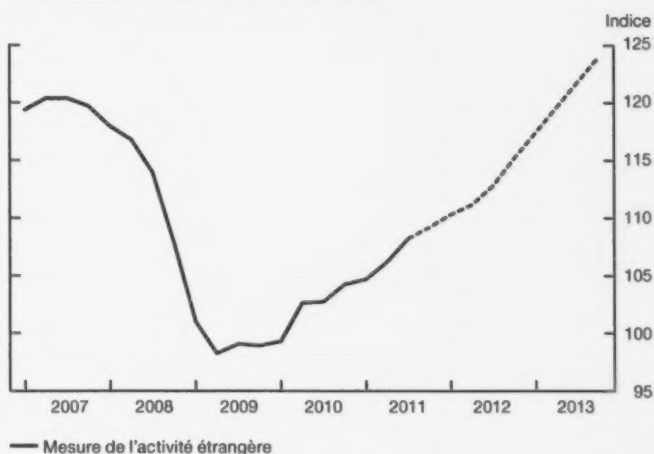
Malgré les perspectives de croissance économique relativement modestes à l'échelle du globe, la demande extérieure d'exportations canadiennes, comme l'indique la mesure de l'activité étrangère, devrait s'accroître modérément en 2012 et continuer à se raffermir en 2013, à la faveur d'une hausse de la construction résidentielle aux États-Unis et d'un redressement de la croissance des investissements des entreprises américaines (**Graphique 15**). La détérioration des conditions économiques en Europe a une incidence relativement modeste sur la mesure de l'activité étrangère, compte tenu des liens commerciaux directs limités entre le Canada et l'Europe, et se répercutera sur les exportations canadiennes principalement par les retombées qu'elle aura sur la demande intérieure privée aux États-Unis. Néanmoins, l'économie canadienne devrait subir les effets indirects de la crise européenne par les implications que celle-ci comporte pour les conditions financières, la confiance et les cours mondiaux des produits de base.

L'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a baissé depuis la parution du *Rapport d'octobre*, en raison principalement de l'effet du recul des prix du gaz naturel, qui a plus que compensé celui de la hausse des cours du pétrole WTI. Durant la période de projection, l'IPPB devrait augmenter, du fait de la montée des prix du gaz naturel, en dépit de la diminution attendue des cours des produits de base non énergétiques et du pétrole brut, mais demeurer légèrement inférieur aux niveaux prévus dans le *Rapport d'octobre*.

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à environ 98 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de décembre et devrait rester à ce niveau durant la période de projection (**Graphique 16**), soit très près du niveau de 99 cents É.-U. postulé dans le *Rapport d'octobre*.

Graphique 15 : L'activité étrangère devrait poursuivre sa remontée

Base 100 de l'indice : 2002, données trimestrielles



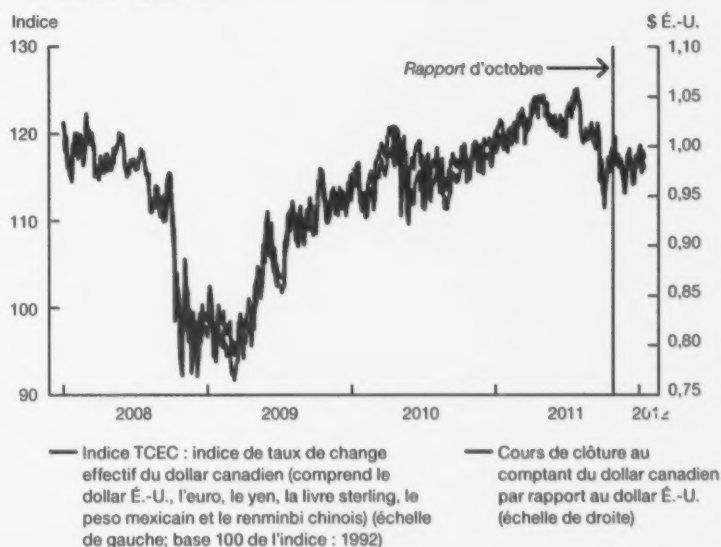
Nota : Le trait discontinu indique qu'il s'agit d'une projection.

La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en intégrant des composantes de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique des autres partenaires commerciaux du Canada.

Source : calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 16 : La valeur du dollar canadien n'a quasiment pas changé comparativement au Rapport d'octobre

Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 13 janvier 2012



L'économie canadienne

Les perspectives de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées dans le *Rapport d'octobre*. En dépit de la croissance plus forte que prévu enregistrée au second semestre de 2011, on s'attend à ce que l'assombrissement des perspectives à l'étranger se répercute sur l'économie canadienne par la voie de la confiance, des liens financiers et des échanges commerciaux. La Banque estime toujours qu'en raison de ces vents contraires, l'économie au pays ne progressera qu'à un rythme modeste en 2012, après quoi la croissance devrait se raffermir à la faveur d'une amélioration de la conjoncture mondiale. La demande intérieure privée devrait rester le principal moteur de la croissance au Canada tout au long de la période de projection, l'expansion économique mondiale relativement faible et les problèmes qui se posent sur le plan de la compétitivité, dont la vigueur persistante du dollar canadien, continuant de freiner les exportations nettes.

Compte tenu de ces perspectives, la Banque est encore d'avis que l'écart de production persistera cette année et pendant une bonne partie de 2013. L'offre excédentaire dans l'économie, conjuguée à la croissance modérée de la rémunération du travail et à la dissipation des pressions exercées par les cours des produits de base, devrait faire fléchir l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence et la faire passer sous les 2 % d'ici le milieu de 2012 environ. Ce fléchissement devrait être un peu moins prononcé qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport d'octobre*, en partie parce que l'on s'attend à une certaine persistance du niveau légèrement plus haut que prévu des prix de certains biens observé récemment, ainsi qu'en raison de la trajectoire un peu plus élevée postulée pour les cours du pétrole. Néanmoins, le profil général de l'inflation au Canada n'a guère changé, et la Banque entrevoit que le taux d'accroissement de l'IPC global et celui de l'indice de référence reviendront graduellement à 2 % durant la dernière partie de la période projetée, la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie se résorbant lentement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

Les conditions financières

Malgré la détérioration des conditions financières mondiales, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens restent globalement très avantageux (**Graphique 17**) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique. Tant les résultats de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit que ceux de l'enquête sur les perspectives des entreprises (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous

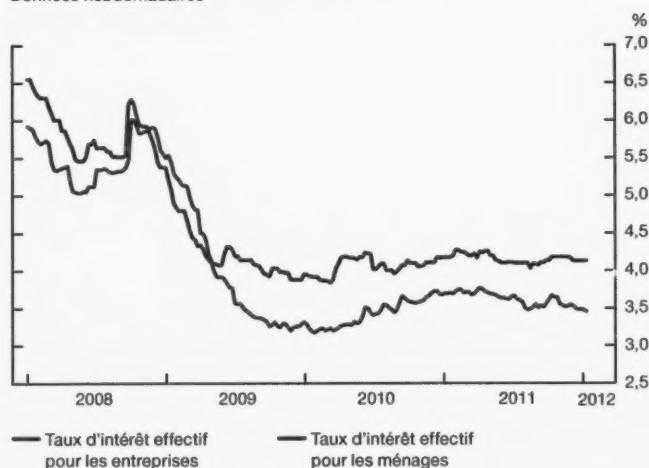
Les perspectives de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées dans le Rapport d'octobre.

L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait fléchir et passer sous les 2 % d'ici le milieu de 2012 environ, avant de revenir graduellement à 2 % durant la dernière partie de la période projetée.

L'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens restent globalement très avantageux.

Graphique 17 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 13 janvier 2012

« Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) donnent à penser que les conditions d'octroi de prêts aux firmes sont demeurées à peu près inchangées au quatrième trimestre, après s'être assouplies de façon soutenue pendant plusieurs trimestres d'affilée (**Graphique 18**). Les ménages continuent d'avoir facilement accès au crédit à des taux très bas.

Les marchés financiers canadiens se sont montrés résilients ces derniers mois. L'indice composite S&P/TSX n'a presque pas varié depuis la parution du *Rapport* d'octobre, tout comme les cours relatifs des actions des banques canadiennes (**Graphique 19**). Les écarts de taux sur les titres des sociétés canadiennes se sont légèrement resserrés et le volume d'émission a été raisonnablement vigoureux, tandis que, dans le cas des obligations d'État, les rendements se sont fortement repliés, celui des obligations à rendement nominal à dix ans chutant pour la première fois en deçà de 2 %. Cette situation est due en partie à la demande internationale soutenue de titres des gouvernements, des banques et des sociétés du Canada, signe que la qualité de crédit de ces instruments est jugée élevée selon les critères mondiaux.

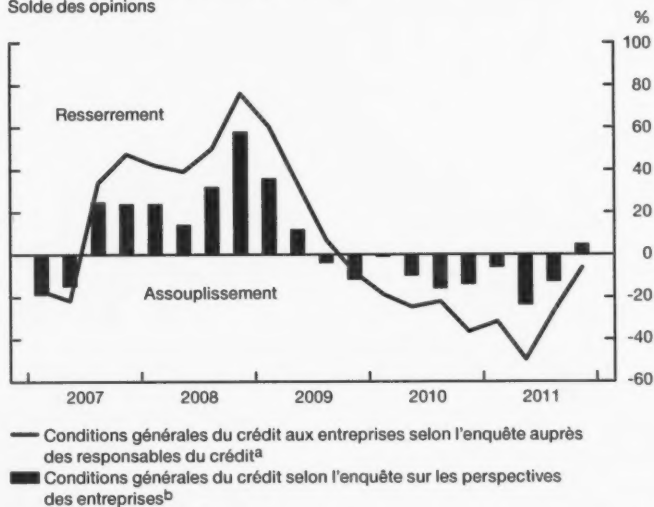
Les banques canadiennes demeurent en bonne posture pour accorder des prêts.

L'expansion du crédit aux ménages s'est intensifiée durant l'automne.

Dans ce contexte, les banques canadiennes demeurent en bonne posture pour accorder des prêts, grâce à un accès facile au financement à un coût relativement bas sur l'ensemble des échéances. Cette situation favorable a facilité de nouvelles baisses des taux des prêts hypothécaires à l'habitation au cours des dernières semaines, ce qui a pu contribuer au dynamisme affiché récemment par l'expansion du crédit aux ménages, qui s'est intensifiée durant l'automne grâce au raffermissement de l'activité sur le marché de la revente de logements (**Graphique 20**). Par contre, malgré la persistance de coûts d'emprunt historiquement bas, la croissance du crédit aux entreprises a ralenti ces derniers mois, parallèlement au tassement de la progression des investissements des firmes dans un contexte d'incertitude économique et financière accrue.

Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises canadiennes n'ont guère varié au quatrième trimestre de 2011

Solde des opinions



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement

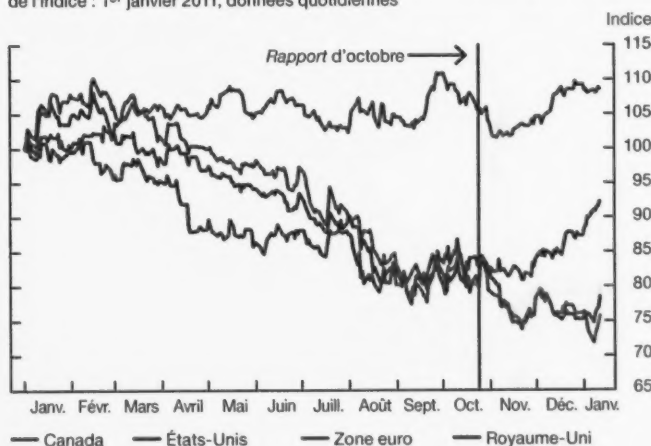
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T4

Graphique 19 : Les actions des banques canadiennes ont affiché de meilleurs rendements que celles des banques étrangères

Indices des actions des banques par rapport aux indices boursiers globaux; base 100 de l'indice : 1^{er} janvier 2011, données quotidiennes



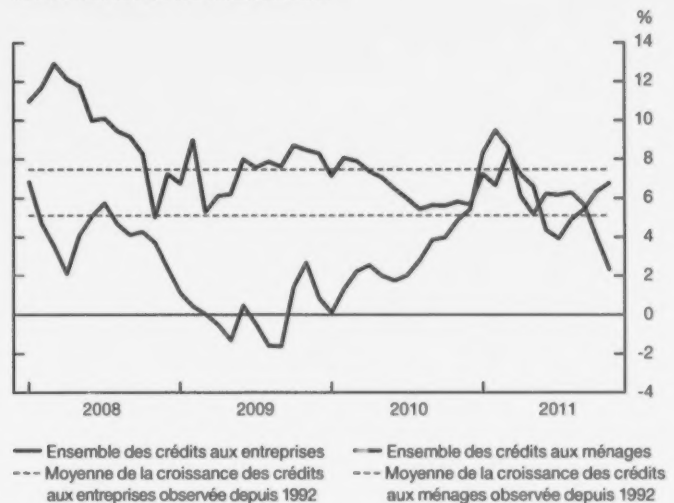
Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit a poursuivi sa reprise au quatrième trimestre, sous l'effet d'une certaine hausse de la préférence pour la liquidité, l'incertitude accrue et les bas taux de rendement des autres types d'actifs ayant sans doute joué un rôle. L'expansion des agrégats monétaires au sens large s'est également redressée, quoique dans une moindre mesure, ce qui continue de cadrer avec des pressions inflationnistes relativement modérées dans la période à venir.

Graphique 20 : Le rythme d'expansion du crédit aux ménages s'est accru, tandis que celui du crédit aux entreprises s'est contracté

Taux de variation sur trois mois annualisé



Source : Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2011

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Le niveau plus élevé de l'activité au Canada implique une marge de capacités inutilisées moins importante au sein de l'économie.

Le niveau du PIB réel au quatrième trimestre de 2011 était de 0,6 point de pourcentage supérieur à ce que la Banque avait projeté dans le *Rapport* d'octobre. Le PIB réel a augmenté de 3,5 % au troisième trimestre de 2011 et, selon les estimations, de 2,0 % au quatrième, ce qui dépasse les chiffres avancés en octobre. Ces résultats plus favorables sont attribuables à un redressement plus marqué que prévu intervenu à la suite de la disparition des facteurs temporaires ayant bridé la croissance plus tôt dans l'année, de même qu'à une plus grande vigueur des dépenses des ménages au Canada et à une activité plus forte qu'anticipé aux États-Unis. Le niveau plus élevé de l'activité au Canada qui en a résulté implique une marge de capacités inutilisées au sein de l'économie moins importante qu'on ne l'avait escompté. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production a affiché une dynamique similaire, et indique que ce dernier s'est rétréci pour s'établir à -0,7 % au quatrième trimestre de 2011 (**Graphique 21**). Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver montrent également que la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande a légèrement augmenté par rapport à l'enquête précédente, même si elle reste près de sa moyenne historique.

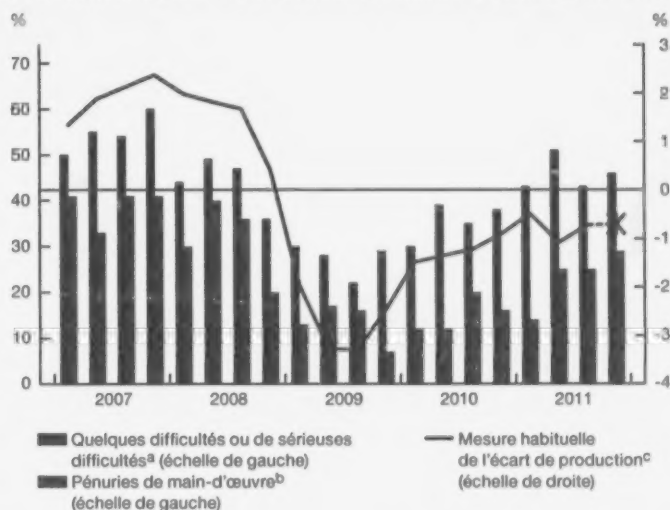
Les conditions sur le marché du travail se sont affaiblies ces derniers mois.

À l'inverse, les conditions sur le marché du travail se sont affaiblies ces derniers mois. Le taux de chômage a augmenté durant le quatrième trimestre pour atteindre 7,5 % en décembre, par suite d'une baisse de l'emploi dans le secteur privé, et le nombre hebdomadaire moyen d'heures travaillées a chuté (**Graphique 22**). Si les réponses recueillies dans le cadre de l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises révèlent un plus fort pourcentage de firmes signalant une pénurie de main-d'œuvre, celui-ci demeure en dessous de sa moyenne historique.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2011, soit une marge de capacités inutilisées plus faible que ce qu'elle envisageait en octobre.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2011.

Graphique 21 : L'économie canadienne continue d'afficher une offre excédentaire



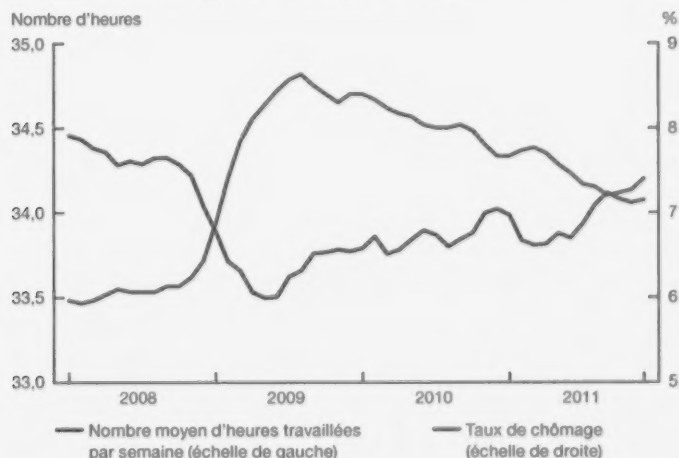
- a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
- c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2011 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T4

Graphique 22 : Les indicateurs du marché du travail ont fléchi ces derniers mois

Données mensuelles, moyenne mobile sur trois mois



Source : Statistique Canada

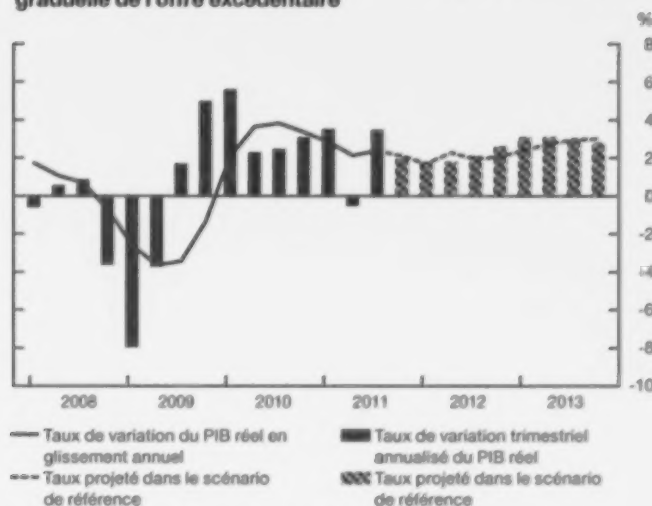
Dernière observation : décembre 2011

La Banque s'attend à ce qu'au premier semestre de 2012, l'économie canadienne connaisse une croissance modeste, qui devrait ensuite s'améliorer.

L'activité économique

La Banque s'attend à ce qu'au premier semestre de 2012, l'économie canadienne connaisse une croissance modeste, qui devrait ensuite s'améliorer (**Graphique 23**). Comme dans le *Rapport* d'octobre, cette projection repose sur l'hypothèse que la crise européenne sera contenue, ce qui entraînera à terme une réduction de l'incertitude et un retour graduel de la confiance. La progression du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait se modérer, passant de 2,4 % en 2011 à 2,0 % en 2012, avant de se hisser temporairement au-dessus du taux d'accroissement de la production potentielle pour s'établir à 2,8 % en 2013 (**Tableau 2**). La demande intérieure privée, soutenue par des

Graphique 23 : Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter au deuxième semestre de 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage^a

	2010	2011	2012	2013
Consommation	2,0 (2,0)	1,1 (1,0)	1,1 (1,2)	1,4 (1,4)
Logement	0,7 (0,7)	0,2 (0,1)	0,3 (0,0)	0,2 (0,1)
Administrations publiques	1,2 (1,2)	0,3 (0,3)	-0,1 (-0,1)	0,2 (0,3)
Investissements fixes des entreprises	0,8 (0,8)	1,3 (1,4)	0,6 (0,7)	1,0 (1,0)
Total partiel : demande intérieure finale	4,7 (4,7)	2,9 (2,8)	1,9 (1,8)	2,8 (2,8)
Exportations	1,8 (1,8)	1,3 (1,2)	1,1 (0,9)	1,0 (1,1)
Importations	-4,0 (-4,0)	-2,0 (-2,1)	-0,8 (-0,7)	-1,0 (-1,0)
Total partiel : exportations nettes	-2,1 (-2,1)	-0,7 (-0,9)	0,3 (0,2)	0,0 (0,1)
Stocks	0,6 (0,6)	0,2 (0,2)	-0,2 (-0,1)	0,0 (0,0)
PIB	3,2 (3,2)	2,4 (2,1)	2,0 (1,9)	2,8 (2,9)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	5,0 (5,0)	3,4 (2,8)	1,9 (1,1)	3,0 (3,6)

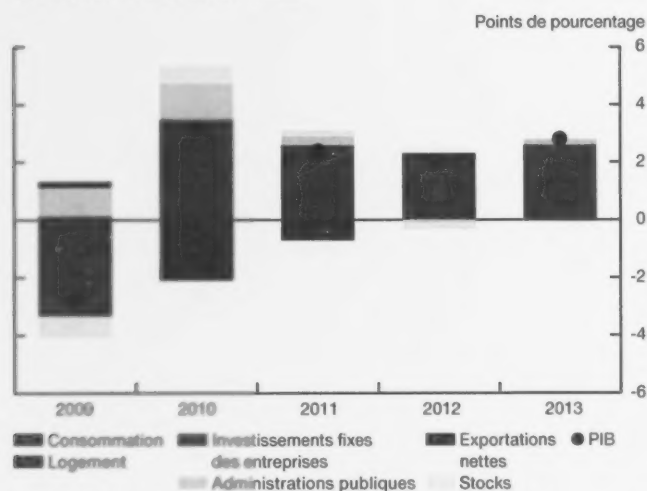
a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2011.

conditions financières avantageuses au pays, devrait être à l'origine de la quasi-totalité de l'expansion économique au Canada sur la période de projection (Graphique 24).

Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont sensiblement les mêmes que celles présentées dans le *Rapport* d'octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un plus grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté tout au long de 2012 est plus modeste qu'envisagé précédemment (Tableau 3). Le profil trimestriel plus faible pour 2012 rend compte d'une incertitude plus persistante concernant les perspectives économiques et financières mondiales, qui freine la demande intérieure privée par la voie de la confiance et des liens financiers, et d'une expansion projetée moins vigoureuse de l'activité à l'étranger, qui déprime les exportations canadiennes.

Graphique 24 : L'expansion de l'activité au Canada devrait tenir essentiellement à la demande intérieure privée

Contribution à la croissance du PIB réel



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

	2010	2011				2012				2013			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,1 (3,1)	3,5 (3,6)	-0,5 (-0,4)	3,5 (2,0)	2,0 (0,8)	1,8 (1,9)	1,8 (2,5)	2,1 (3,0)	2,6 (3,0)	3,1 (3,0)	3,1 (3,0)	3,0 (3,0)	2,8 (3,0)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,3 (3,3)	2,8 (2,9)	2,1 (2,2)	2,4 (2,1)	2,1 (1,5)	1,7 (1,1)	2,3 (1,8)	1,9 (2,1)	2,1 (2,6)	2,4 (2,9)	2,7 (3,0)	2,9 (3,0)	3,0 (2,9)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,6 (1,6)	1,9 (1,9)	2,2 (2,0)	2,1 (1,8)	2,0 (1,7)	1,9 (1,7)	1,7 (1,6)	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,3 (2,3)	2,6 (2,6)	3,4 (3,4)	3,0 (3,0)	2,8 (2,7)	2,2 (1,9)	1,5 (1,0)	1,7 (1,2)	1,7 (1,5)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)	2,9 (2,9)	3,0 (3,0)	2,7 (2,6)	2,1 (1,9)	1,4 (1,0)	1,6 (1,2)	1,6 (1,5)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
WTI ^b (niveau)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (90)	94 (85)	101 (87)	102 (87)	102 (87)	101 (88)	100 (88)	99 (88)	98 (88)	98 (88)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

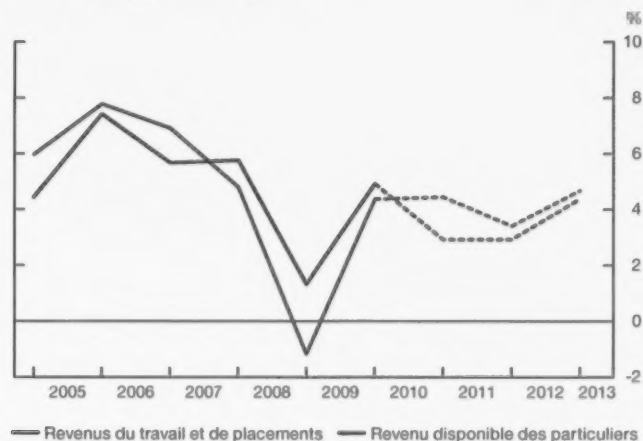
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 janvier 2012.

Les perspectives concernant les ménages sont plus favorables que celles présentées dans le Rapport d'octobre.

Les dépenses des ménages — qui englobent les dépenses de consommation et l'investissement résidentiel — sont maintenant appelées à s'accroître à une cadence stable jusqu'à la fin de 2013, ce qui représente des perspectives plus favorables que celles présentées dans le *Rapport* d'octobre. La Banque est toujours d'avis que la consommation progressera à un taux légèrement inférieur au rythme d'expansion modéré projeté du revenu disponible des particuliers (**Graphique 25**), ce qui se traduira par une hausse modeste du taux d'épargne. Elle projette cependant que l'investissement résidentiel restera solide, en raison du dynamisme plus marqué que prévu qu'il a affiché durant le second semestre de l'année dernière et des conditions de financement hypothécaire avantageuses. Les répercussions sur la confiance découlant des perspectives mondiales plus faibles et plus incertaines ne devraient exercer qu'un léger effet modérateur sur les dépenses des ménages canadiens (**Graphique 26**). Compte tenu de la révision à la hausse du profil de l'investissement résidentiel, on s'attend maintenant à ce que les dépenses des ménages demeurent élevées par rapport au PIB

Graphique 25 : Le revenu disponible des particuliers devrait croître à un rythme modéré

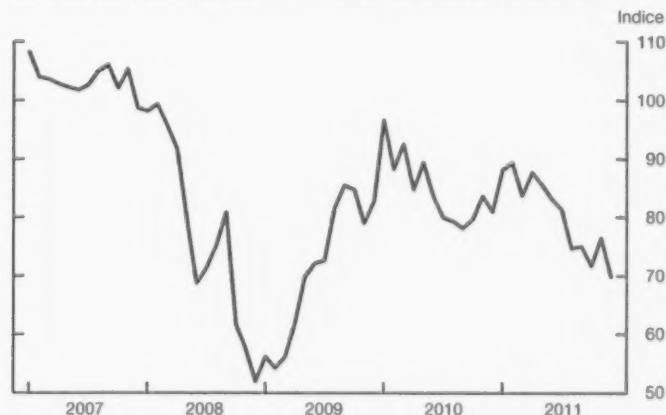
Taux de variation, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 26 : La confiance des consommateurs canadiens a fléchi ces derniers mois

Ensemble des répondants; base 100 de l'indice : 2002, données mensuelles



Source : Conference Board du Canada

Dernière observation : décembre 2011

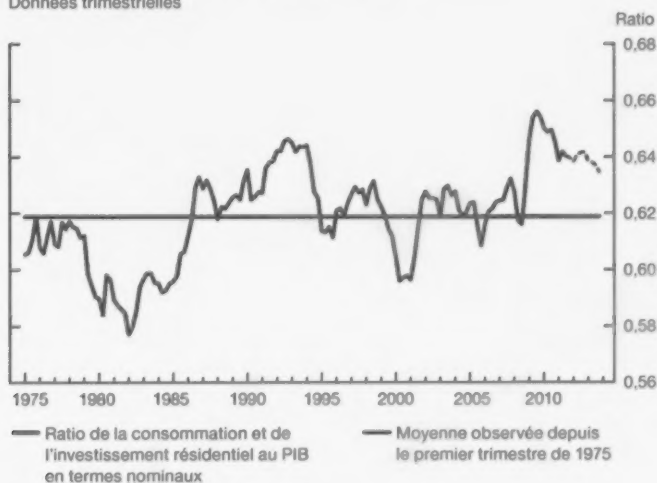
pendant la période projetée (**Graphique 27**) et à ce que le ratio de la dette au revenu de ces derniers augmente davantage.

Le rythme de croissance sous-jacent des investissements fixes des entreprises a ralenti ces derniers trimestres comparativement à la cadence robuste affichée en 2010 et au début de 2011, en phase avec les répercussions négatives de l'incertitude plus vive sur la confiance des entreprises. Si l'on s'attend à ce que ce vent contraire soit toujours présent au cours des prochains trimestres, d'autres facteurs fondamentaux propices aux investissements des firmes au Canada demeurent extrêmement favorables, notamment des conditions financières très avantageuses, la solidité du bilan des sociétés canadiennes (**Graphique 28**), l'intensification des pressions concurrentielles et les prix relativement élevés des produits de base. En outre, il reste un écart important à combler pour compenser le déclin des investissements inhabituellement marqué enregistré durant la récession.

Des facteurs fondamentaux propices aux investissements des firmes au Canada demeurent favorables.

Graphique 27 : On s'attend maintenant à ce que la part des dépenses des ménages dans le PIB demeure élevée

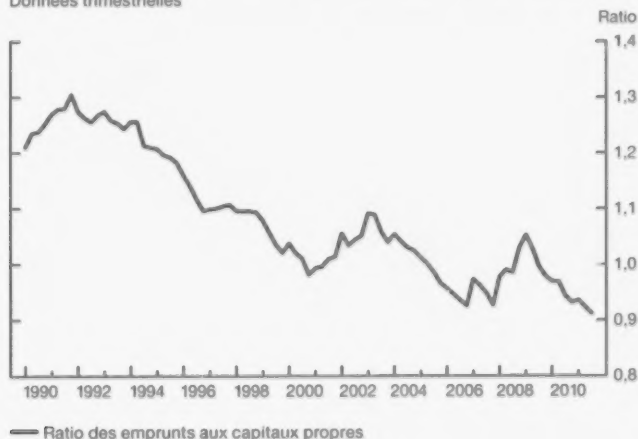
Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 28 : Leur ratio d'endettement touchant des creux historiques, les entreprises non financières sont bien placées pour investir

Données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2011T3

Par conséquent, la Banque prévoit que les investissements fixes des entreprises connaîtront une expansion relativement solide tout au long de 2012 et gagneront encore un peu en vigueur en 2013 à la faveur d'un rétablissement de la confiance (**Graphique 29**). Cette projection concorde avec les résultats de l'enquête menée cet hiver par la Banque sur les perspectives des entreprises, selon lesquels les intentions d'investissement demeurent fortement positives, même si un certain nombre de firmes ont signalé que la persistance de la volatilité des marchés financiers et de l'incertitude planant sur l'économie mondiale les avait amenées à modifier leurs projets d'investissement.

La Banque table sur une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion du PIB réel durant la période de projection, conformément aux plans budgétaires des gouvernements fédéral et provinciaux visant à assainir les dépenses.

Ces derniers mois, l'activité à l'étranger a été plus forte que la Banque ne l'avait envisagé.

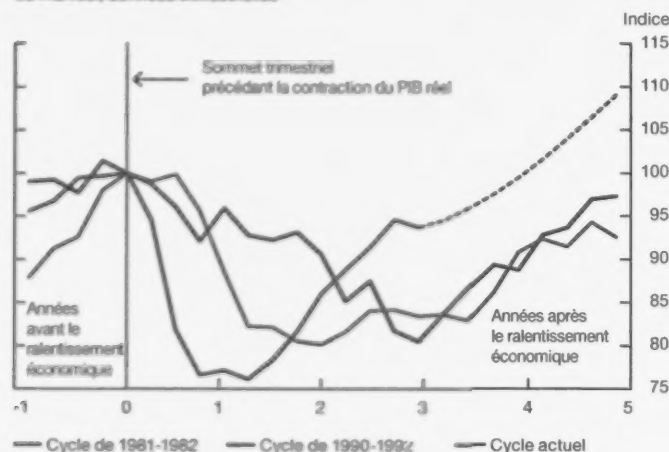
Les firmes canadiennes demeurent aux prises avec des défis sur le plan de la compétitivité.

Les exportations nettes apporteront une contribution limitée à la hausse du PIB réel au Canada durant la période de projection.

Ces derniers mois, l'activité à l'étranger a été plus forte que la Banque ne l'avait envisagé, en particulier aux États-Unis, ce qui a contribué à un résultat plus favorable pour les exportations canadiennes. À l'avenir, cependant, l'activité extérieure devrait progresser un peu plus lentement que prévu dans la livraison d'octobre du *Rapport*. De plus, les firmes canadiennes demeurent aux prises avec des défis sur le plan de la compétitivité. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont continué de monter au Canada comparativement aux États-Unis durant la dernière année, creusant un écart cumulatif de près de 40 % entre les deux pays sur la période allant du début de 2005 au troisième trimestre de 2011 (**Graphique 30**). Bien que cette détérioration soit principalement attribuable à l'appréciation du dollar canadien, un quart environ a pour cause les piètres résultats des entreprises canadiennes au chapitre de la productivité. Compte tenu de ces difficultés en matière de compétitivité et de l'accroissement modéré projeté pour l'activité économique extérieure, la Banque entrevoit une expansion relativement modeste des exportations canadiennes jusqu'à la fin de 2013. Comme les importations devraient augmenter presque au même rythme, les exportations nettes apporteront une contribution limitée à la croissance du PIB réel

Graphique 29 : La croissance des investissements fixes des entreprises devrait s'accélérer une fois que le fort climat d'incertitude commencera à se dissiper

Évolution comparative des investissements fixes des entreprises, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

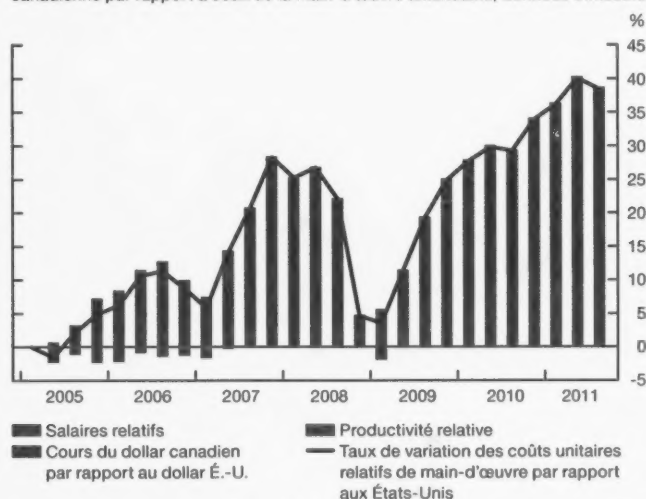
au Canada durant la période de projection, et le déficit courant restera substantiel à environ 3 % du PIB (**Graphique 31**).

La Banque anticipe qu'en 2012 le PIB réel du Canada progressera dans l'ensemble à une cadence proche du taux de croissance estimatif de la production potentielle, le degré actuel de capacités excédentaires persistant au sein de l'économie au cours des prochains trimestres⁶. Étant donné que le rythme d'expansion du PIB réel devrait se redresser par la suite pour se situer à un taux quelque peu supérieur à celui de la production potentielle, la Banque est d'avis que l'économie se remettra graduellement à fonctionner à pleine capacité d'ici le troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt

L'économie devrait se remettre graduellement à fonctionner à pleine capacité d'ici le troisième trimestre de 2013.

Graphique 30 : Les entreprises canadiennes perdent de leur compétitivité

Contribution de divers facteurs à la variation des coûts unitaires de la main-d'œuvre canadienne par rapport à ceux de la main-d'œuvre américaine, données trimestrielles

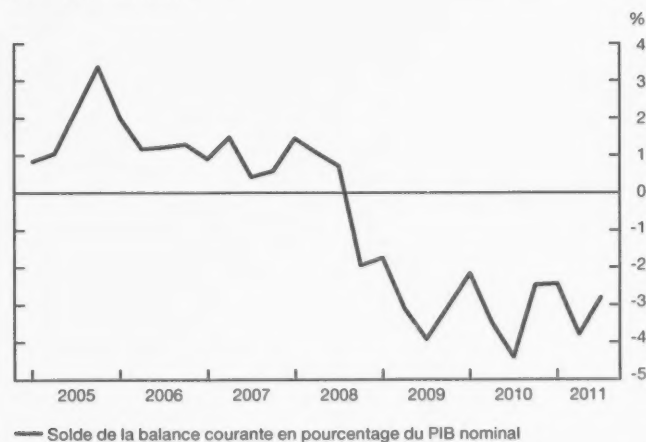


Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2011T3

Graphique 31 : Le solde de la balance courante du Canada a fortement diminué ces dernières années

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2011T3

⁶ Comme on le fait remarquer dans la Note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2011, le scénario de référence table sur une progression de la production potentielle canadienne de 2,0 % en 2012 et de 2,1 % en 2013.

qu'elle ne l'envisageait en octobre dernier. À cet égard, l'économie canadienne devrait afficher une marge de capacités inutilisées légèrement moins importante au cours de la période de projection que ne l'indiquait le scénario de référence du *Rapport* d'octobre, ce qui rend compte du niveau un peu plus élevé de l'activité économique observé récemment.

L'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence se situait à 2,1 % en octobre et en novembre, alors qu'elle était de 1,9 % au troisième trimestre de 2011 et de 1,5 % pendant la première moitié de l'année dernière. Comme on l'avait anticipé, cette hausse tient en partie à la dissipation de l'incidence de la TVH sur le taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel⁷ ainsi qu'aux effets retardés du renchérissement des produits agricoles à l'échelle mondiale sur les prix des aliments et des vêtements. Malgré le rythme d'accroissement plus élevé de l'indice de référence, celui de l'IPC global, après avoir culminé à 3,4 % au deuxième trimestre de 2011, est redescendu comme escompté sous l'effet d'une certaine modération des prix de l'essence ainsi que de la disparition des répercussions directes de l'introduction de la TVH au troisième trimestre de 2010 sur l'inflation en glissement annuel.

Les attentes d'inflation sont restées bien arrimées. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier font état pour 2012 et 2013 d'un taux d'augmentation prévu de l'IPC global de 2,0 %. Selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet hiver par la Banque, 92 % des firmes estiment qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation moyenne se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

La Banque projette que l'inflation mesurée par l'indice de référence se tassera au cours de l'année 2012 pour s'établir un peu au-dessous de 2,0 % (**Graphique 32**), en raison de la persistance de l'offre excédentaire et de la dissipation de l'influence de la hausse des prix des aliments et des vêtements sur l'inflation en glissement annuel. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer de décroître pour se situer à environ 1,5 % d'ici le milieu de 2012, compte tenu du rythme d'augmentation moins élevé de l'indice de référence et de l'effet graduel qu'exercera sur les prix de l'essence le recul des cours mondiaux du pétrole par rapport au sommet enregistré au deuxième trimestre de l'année dernière. Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence devraient commencer à monter progressivement à la fin de 2012 pour atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement, la progression de la rémunération du travail s'accroissant modestement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

Cette dynamique de l'inflation est similaire à celle présentée dans la dernière livraison du *Rapport*. Toutefois, le profil général est un peu plus ferme dans la présente projection, en partie parce que l'on s'attend à ce que les prix quelque peu plus élevés qu'escomptés des véhicules automobiles et de l'électricité observés récemment perdurent un certain temps. Ces facteurs de hausse inattendus sont à l'origine du niveau légèrement plus haut que prévu affiché par l'inflation mesurée par l'indice de référence ces derniers

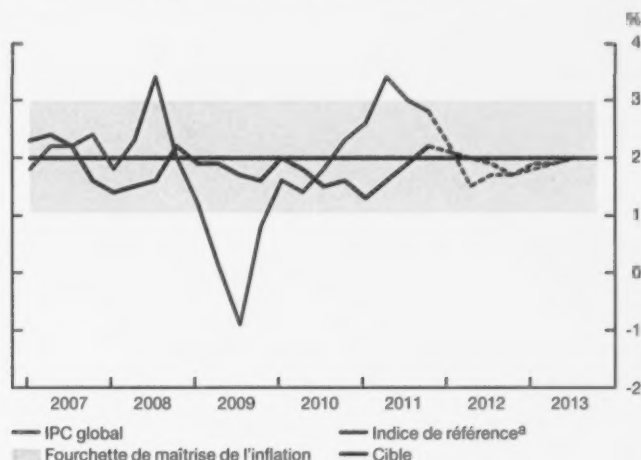
L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se tasser au cours de l'année 2012, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer de décroître pour se situer à environ 1,5 % d'ici le milieu de 2012.

Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence devraient atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013.

⁷ L'introduction de la TVH en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010 a eu une influence modératrice, de 0,3 point de pourcentage, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence par l'entremise des remboursements de taxes aux entreprises qui ont été répercutés sur les prix. Cette incidence a été moins importante que l'effet positif direct de l'introduction de la TVH, qui se reflète dans l'inflation selon l'IPC global et qui a donné lieu à une hausse de l'inflation globale entre le troisième trimestre de 2010 et le deuxième trimestre de 2011. Ces deux effets temporaires se sont estompés depuis, poussant l'inflation mesurée par l'indice de référence à la hausse et l'inflation mesurée par l'IPC global à la baisse.

Graphique 32 : L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence au Canada devrait s'inscrire temporairement sous 2 % en 2012

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.

a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

mois, évolution dont la persistance cadre avec une marge de capacités excédentaires au sein de l'économie estimée être un peu moins importante depuis le milieu de 2011 qu'on ne l'avait anticipé auparavant. Un profil des prix du pétrole un peu plus élevé que dans la projection précédente est également pris en compte, tout comme l'incidence estimative de la majoration de la taxe de vente du Québec⁸.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

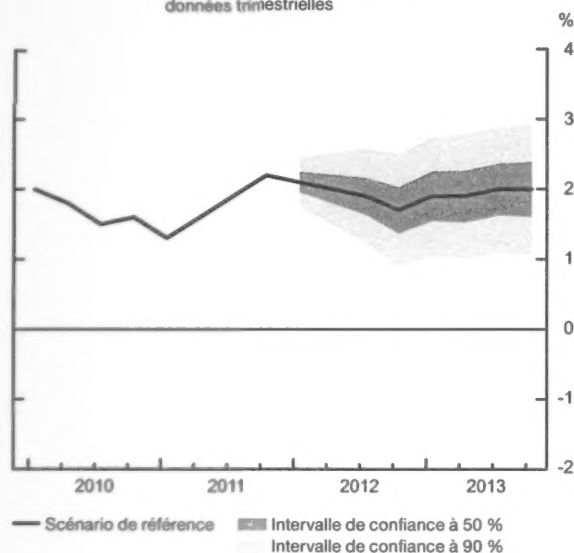
L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 33** et le **Graphique 34** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2012 à la fin de 2013⁹.

⁸ L'augmentation de la taxe de vente du Québec, qui est passée de 8,5 % à 9,5 % en janvier 2012, se traduira par une hausse estimée à 0,1 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'IPC global en 2012.

⁹ Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Rechercher.

Graphique 33 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

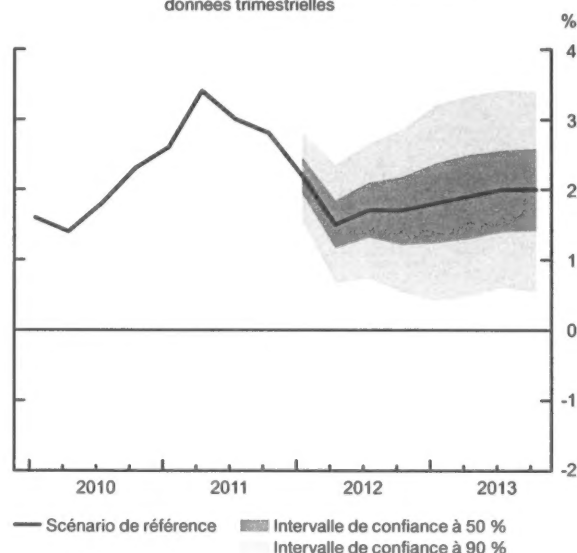
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 34 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. En particulier, dans sa projection, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus tenaces qu'on ne l'envisage en ce moment si la croissance dans les pays émergents ne décélère pas pour se rapprocher de niveaux plus soutenables ou si la production potentielle dans les économies avancées est plus faible que projeté.
- La vigueur de la consommation observée récemment aux États-Unis pourrait être plus persistante qu'anticipé, et la politique budgétaire pourrait exercer un effet modérateur plus faible qu'escompté sur la croissance durant la dernière partie de la période de projection.
- L'investissement résidentiel au Canada a été plus robuste qu'attendu, et les dépenses des ménages pourraient afficher un dynamisme supérieur à ce qu'on entrevoit actuellement.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

- Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sont exposées les économies canadienne et mondiale. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille de la zone euro et de son importance dans l'économie mondiale.
- Le lourd endettement des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'anticipé de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.